平成 27 年 3 月

経済産業省
　経済産業政策局　新規産業室　御中

ベンチャー投資等に係る制度検討会　報告書

～ベンチャーファイナンスの進化による

ベンチャーエコシステムの活性化に向けて～

有限責任監査法人トーマツ

目　　次

はじめに ..... - 5 -
1. 検討会及び報告書の目的 ..... - 6 -
2. 理想的なベンチャーエコシステムの循環 ..... - 7 -
(1) ベンチャーエコシステムとその活性化 ..... - 7 -
(2) ベンチャーエコシステム活性化のための重要課題 ..... - 9 -

第 1 章　種類株式とストックオプションの意義 ..... - 10 -
1. 種類株式のベンチャーファイナンスにおける意義 ..... - 11 -
(1) 利用目的 ..... - 11 -
(2) 種類株式の権利内容 ..... - 12 -
(3) 種類株式を活用することによる具体的なメリット ..... - 19 -
2. ストックオプションの意義 ..... - 31 -
(1) ベンチャーファイナンスにおけるストックオプションの意義 ..... - 31 -
(2) ストックオプションのインセンティブ効果 ..... - 31 -
(3) ストックオプションに関する税務 ..... - 34 -
3. 種類株式とストックオプションの利用方法 ..... - 38 -

第 2 章　種類株式とストックオプションの課題・原因・解決方法 ..... - 40 -
1. 種類株式（優先株式）と普通株式の価格差 ..... - 42 -
(1) 会社法上の対応（合併等対価の優先分配権関係） ..... - 42 -
(2) 価格の算定 ..... - 44 -
2. ストックオプションの権利行使条件 ..... - 49 -
3. 種類株式の取引コスト ..... - 55 -

第 3 章　ベンチャーファイナンスの普及･進化に向けた今後の課題 ..... - 62 -

本報告書のご利用にあたっての注意

本報告書は、当監査法人が経済産業省との平成 26 年 10 月 27 日付け契約（平成 26 年度ベンチャー投資等に係る種類株式・のれん等に関する調査に関する委託契約）に基づき、経済産業省が「平成 26 年度 ベンチャー投資等に係る制度検討会報告」の目的で経済産業省での内部利用をするために作成したものであり、上記以外の目的での利用や経済産業省以外の方が利用することを想定して作成したものではありません。

また、本報告書の作成にあたって入手した情報について、当監査法人がその正確性、妥当性を検証したものではありません。

当監査法人は経済産業省以外の方が本報告書を利用または本報告書に記載の情報に依拠して行動した結果に関して、いかなる責任を負うものでもありません。

有限責任監査法人トーマツ

ベンチャー投資等に係る制度検討会　参加者

【座長】

野間　幹晴	一橋大学大学院　国際企業戦略研究科　准教授

【委員】

磯崎　哲也	フェムトグロースキャピタルLLP　ゼネラルパートナー
江戸川　泰路	新日本有限責任監査法人　公認会計士
仮屋薗　聡一	グロービス・キャピタル・パートナーズ　パートナー
剣持　忠	株式会社メンバーズ　代表取締役社長
最勝寺　奈苗	ＫＤＤＩ株式会社　財務・経理部長
中川　隆之	日本公認会計士協会　常務
増島　雅和	森・濱田松本法律事務所　パートナー　弁護士
松野　茂樹	ＫＤＤＩ株式会社　企業戦略部長
山本　隆章	日本電気株式会社　経理部長代理兼主計室長

【事務局】

石井 芳明	経済産業省　経済産業政策局　新規産業室　新規事業調整官
林　慎一郎	経済産業省　経済産業政策局　新規産業室　課長補佐
田中　明夫	経済産業省　経済産業政策局　新規産業室　係長
有限責任監査法人トーマツ	

はじめに

1. 検討会及び報告書の目的

産業の新陳代謝を促進し、収益性・生産性の高い分野に投資や雇用をシフトさせていくためには、ベンチャーが次々と生まれ、成長分野を牽引していく環境を整えることが重要[1]であり、起業、リスクマネーの供給、成長、上場・M&A、廃業、再チャレンジなどのサイクルの好循環が自律的・発展的に回る「ベンチャーエコシステム」の活性化を図っていくことが必要である。

そのためには、起業家と投資家等による新しい価値の創造プロジェクトと捉えることができる“ベンチャー投資プロジェクト”において、大規模な資金調達の実現、起業家等のインセンティブの確保や、優秀な人材の獲得、投資家のリスク管理やガバナンスの確保等を可能にする「ベンチャーファイナンス」の進化を図っていくことが重要である。

特に、イノベーションのサイクルが加速化している今日において、大規模なリスクマネーの供給や優秀なマネジメント人材の獲得等によって新事業を効果的に創出する重要性がさらに高まっていることから、「資金調達における種類株式」（起業家と投資家それぞれの権利・リスク等を調整する手段）や、「インセンティブプランとしてのストックオプション」（創業から早い段階で優秀な人材を惹きつける手段）について、その特性を十分に活用していくことが重要となっている。

種類株式については、平成 23 年度に経済産業省から公表された「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」[2]及び「ベンチャー企業における発行種類株の価格算定モデルに関する調査報告書」[3]において、米国における種類株式の発行事例と比較をしながら、我が国における種類株式の価値算定の考え方や税務上の取扱い、種類株式の有効活用に向けての検討課題等について整理がなされた。その後、我が国におけるベンチャー投資の場面で、種類株式による投資は増加しているものの、種類株式の活用に詳しい専門人材の不足、種類株式に付する権利の設計や株式価値の評価モデルに関する実務の普及が進んでいないことにより、依然として種類株式の特性を活かしたベンチャー投資やストックオプションの利用が進んでいないとの認識がある。

そこで、本検討会においては、種類株式及びストックオプションの活用に焦点を置き、種類株式及びストックオプションに関して、一部の実務において行われている優

---

[1] 「日本再興戦略　改訂 2014」（平成 26 年 6 月 24 日閣議決定）5 頁。

[2] 経済産業省に設置された「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会」（平成 23 年 11 月）の報告書。

[3] 経済産業省委託調査を有限責任監査法人トーマツが受託して実施した「平成 23 年度ベンチャー企業における発行種類株の価値算定モデルに関する調査」の報告書。

れた実務慣行や効果的な条件設定等を取りまとめ、周知することで、ベンチャーファイナンスの進化を図ることとした。

2. 理想的なベンチャーエコシステムの循環

(1) ベンチャーエコシステムとその活性化

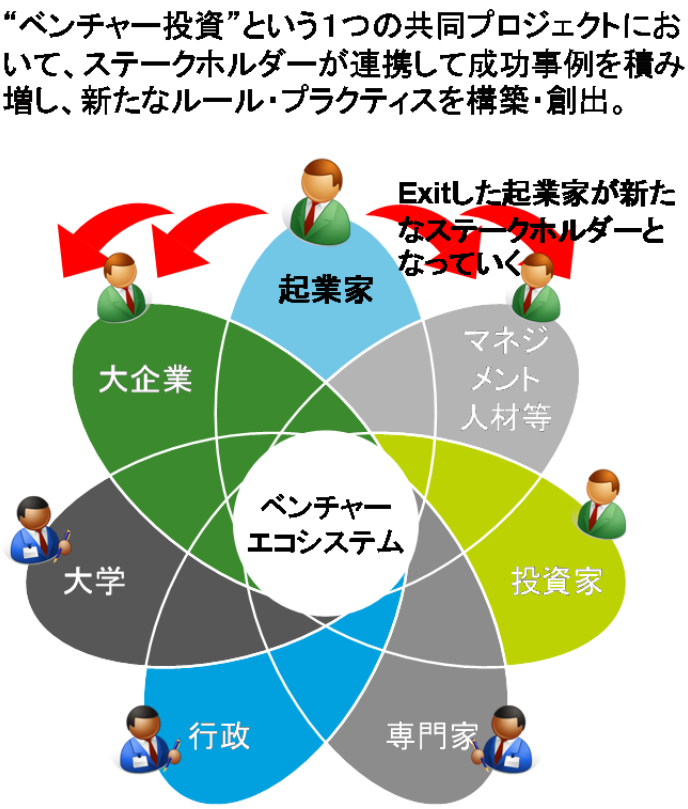
「ベンチャーエコシステム」は、起業家やマネジメント人材、投資家や大企業、行政、専門家等の様々なプレイヤーによって構成される。

そこでは、各プレイヤーの手法・ノウハウが、起業や他のベンチャー企業支援等に活用される中で更にブラッシュアップされ、さらに、その次の起業等に活かされるといった循環を生み出すことで、「ベンチャーエコシステム」が活性化され、大きく成長するベンチャー企業が継続的に創出される環境が醸成されることになる。

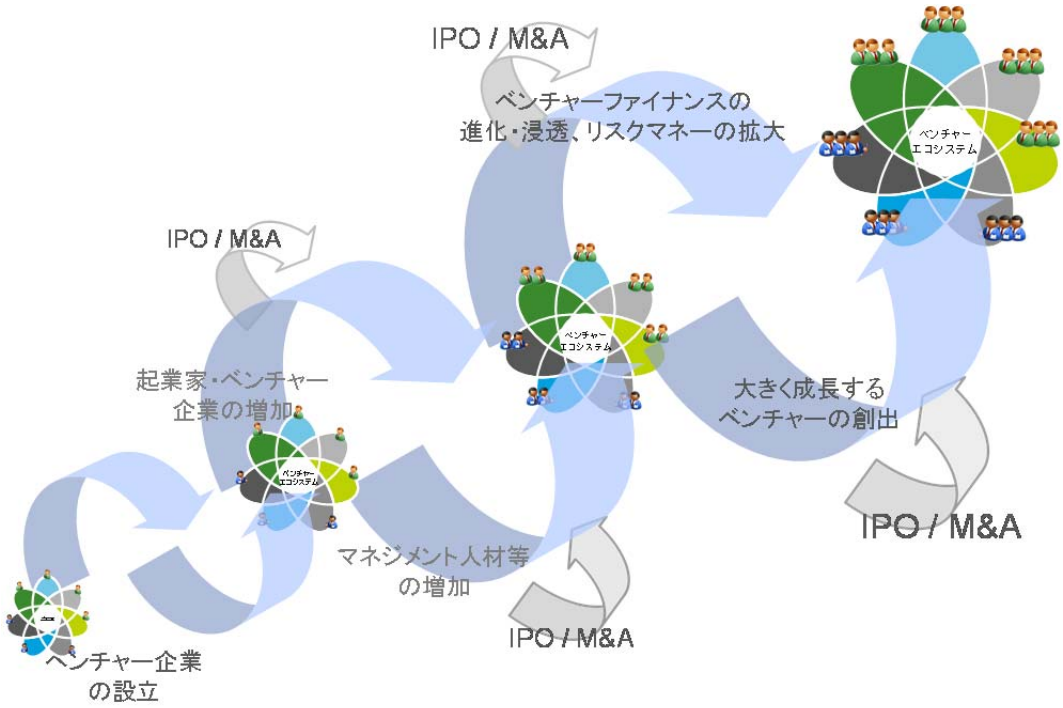
図表 1　ベンチャーエコシステムの主なプレイヤーとその役割

主なプレイヤー	役割
起業家	・新事業への挑戦 ・雇用とイノベーションの創出　等
マネジメント人材、エンジニア等	・経営管理職（CFO 等）や研究・開発者といった、個人の知識やスキルを活用したベンチャー企業の成長の加速化　等
投資家	・リスクマネーの供給 ・経営陣へのコーチング等を通したベンチャー企業の育成　等
行政	・ベンチャーエコシステム活性化のための環境整備
大企業	・ベンチャー企業との連携による新事業の創出 ・スピンオフ等による大企業発ベンチャーの創出　等
大学	・新産業創出に繋がる研究開発の事業化 ・専門分野におけるベンチャー企業との連携　等
専門家（弁護士、会計士、税理士等）	・法律、会計、税務、ファイナンス等の専門的な知見を活用したベンチャー企業のサポート

図表２　ベンチャーエコシステムのイメージ



図表３　ベンチャーエコシステム活性化のイメージ



(2) ベンチャーエコシステム活性化のための重要課題

ベンチャーエコシステムの活性化を図っていく上で、現時点では下記のような課題が存在している。

【ベンチャーエコシステム活性化のための主な課題】

- ・ベンチャー市場に供給されるリスクマネーの不足
- ・ベンチャービジネスに挑戦する起業家、マネジメント人材の不足
- ・ベンチャー企業の M&A マーケットの規模が小さい
- ・大企業とベンチャー企業の連携不足
- ・技術開発型ベンチャーの不振
- ・地域発ベンチャーの不振
- ・ベンチャー企業のグローバル対応の遅れ
- ・層が薄いベンチャーキャピタル、専門家　　等

これらの課題の解決のためには、各プレイヤーが抱えている課題を実務面まで掘り下げてボトルネックとなっている要素を洗い出し、解決の方向性を見出すことが重要である。

本検討会では、イノベーションのサイクルが加速化している今日において、大規模なリスクマネーの供給や優秀なマネジメント人材の獲得等によって新事業を効率的に創出する重要性がさらに高まっていることを踏まえ、上記の課題のうち、「リスクマネーの不足」と「ベンチャービジネスへ挑戦する人材の不足」という課題の解決に特に資する種類株式とストックオプションに関する実務を掘り下げて検討を行った。

第１章　種類株式とストックオプションの意義

1. 種類株式のベンチャーファイナンスにおける意義

(1) 利用目的

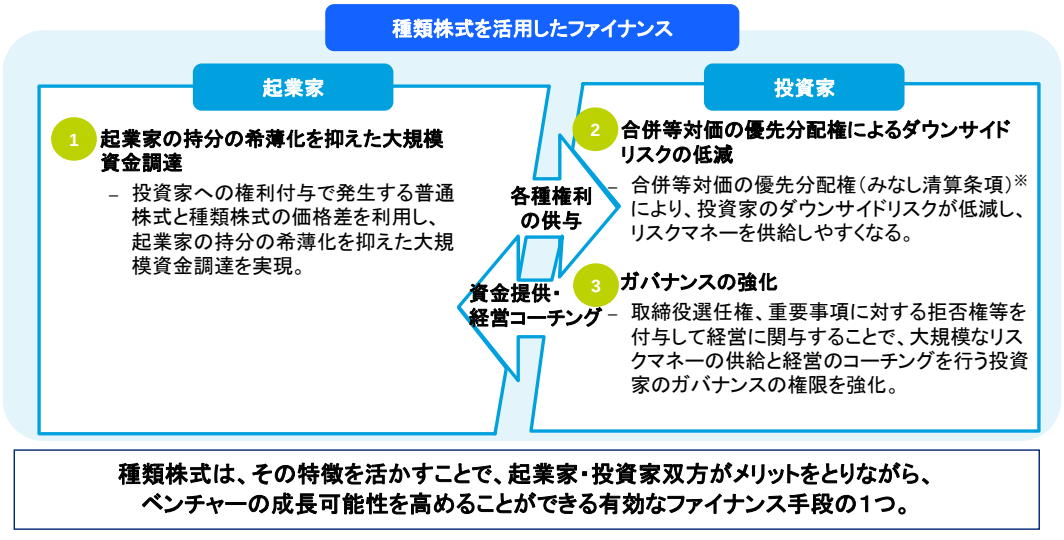
種類株式とは、剰余金の配当や残余財産の分配、取締役の選任等について、異なる定めをした内容の異なる種類の株式のことであり、我が国においては会社法第 108 条においてその権利内容が規定されている。会社法上は、二以上の種類の株式を発行すれば種類株式発行会社となり、この場合は普通株式も種類株式となる。この場合、「普通株式よりも優先的な取扱いを受ける権利を有する種類株式」は、「優先株式（preferred stock）」と呼ぶことが一般的である。加えて、発行会社と投資家（優先株主[4]）、起業家（普通株主）との間で投資契約や株主間契約を締結し、その契約の中で優先株主に追加的に権利内容を付与しているケースもある。

種類株式に付される権利は、大きくは経済的価値を有するものと支配的価値を有するものに大別され、これらの権利を効果的に組み合わせることによって、起業家や投資家の権利・リスク等の調整を行い、大規模な資金調達やガバナンスの実効性を高めることができる。

例えば、起業家側においては、経済的権利を付与することにより 1 株あたりの価値が高い種類株式を投資家に発行して資金調達を行うことにより、起業家の株式持分の希薄化を抑えつつ大規模な資金調達を行うことが可能となる。

また、投資家側にとっては、残余財産と合併等対価の優先分配権が付与された種類株式で出資を行うことにより、ダウンサイドリスクを低減することが可能となる。

図表 4　種類株式を活用に係る主要なプレーヤー毎の目的



[4]優先株式の保有株主のこと。以下、同じ。

(2) 種類株式の権利内容

種類株式に付する権利内容及び種類株式の優先株主に付与する内容は、経済価値を有する権利と支配的な価値を有する権利に大別される。これを整理すると概ね以下のとおりとなる。当該権利は会社法上で規定されているものの他、投資契約や株主間契約において織り込まれているケースがある。

① 経済的価値を有する権利

権利の性質	内容	効果	備考
配当優先権（非累積型）	剰余金の配当について、他の株式より優先する株式で、ある期において所定の配当金額に達しない場合に、その不足額が累積しない権利	配当宣言時の優先的な配当受取りの確保	会社法 108 条 1 項 1 号に基づく権利。 ベンチャー企業は実際には剰余金を再投資に回すことが期待されているため、ベンチャーファイナンスではあまり重視されない。
配当優先権（累積型）	剰余金の配当について、普通株式より優先する株式で、ある期において所定の配当金額に達しない場合に、その不足額が累積する権利	（IPO 以外）最低限の固定リターンの確保	
残余財産の優先分配権（liquidation preference）	会社の清算時に、普通株式よりも優先して会社の残余財産の分配を受けることができる権利	事業継続を断念した際に普通株主より優先した投資元本の回収	プロジェクトが頓挫した場合の投資元本回収の優先順位を定めるものであり、失敗時のダウンサイドを可及的に減らすための仕組みとして、投資家がファイナンスに優先株式を用いる中核的な理由の一つ。 優先分配後に普

			通株主への分配に参加することができる参加型と、優先株式のままでは普通株主への分配にあずかれない非参加型がある。 非参加型の場合、優先株式よりも普通株式の方がリターンが多いと判断される場合には、普通株式に転換して残余財産の分配を受けることになる。
合併等対価の優先分配権(みなし清算[5]（deemed liquidation）)	組織再編による買収時に、優先的に合併等対価の分配を受けることができる権利	買収時のリターンを確保	事業買収によるエグジットを流動化イベントとして清算の場合と同様のリターンを得られるタイミングと構成し、買収時の対価につき、残余財産分配の場合と同じ優先度合いで、優先株主への交付を認めるもの。 残余財産の分配と同様、普通株主への対価の交付に参加すること

[5] 会社法に明記されておらず、登記に反映されないことが多いが、規定としては有効であるというのが有力説の立場。

			ができるもの（参加型）とできないもの（非参加型）がある。 非参加型については、普通株式の方がリターンが大きい場合には、普通株式に転換して対価の交付を受ける。
償還請求権	一定の場合に株主が会社に対して株式の償還を求めることができる権利	株主にとっての資本の流動性の確保	償還価額は取得価額又は請求時の公正価額のいずれか高い方とされることが多い。 ベンチャー企業の財務を痛め、一部投資家のみのエグジットを認めることになるため、抑制的に用いられる。
転換権	株主が優先株式を普通株式に転換する権利	特定状況下でのより好ましい経済結果の獲得	非参加型のみなし清算条項が規定されている場合、事業売却時に普通株式の方がリターンが大きい場合があり、その場合の行使が予定されている。
強制転換条項	IPO 等一定の条件が整った場合に会社が優先株式を普通株式に転換できる		

	条項		
希薄防止条項	以前のファイナンス株価よりも低い価額で株式等が発行される場合、普通株式への転換比率を変更することによって、既存株主の持分比率の希薄化を緩和する条項	投資価値の保護	
株式公開請求権	ある特定の状況において、種類株主がベンチャー企業に対して、株式公開を行を要求できる権利	流動性の確保	

② 支配的価値を有する権利

権利の性質	内容	効果	備考
議決権	株主総会での権利行使を行うことができる権利	コントロール・影響力を与える権能	
拒否権	株主総会又は取締役会において決議すべき事項のうち、その株主総会の決議の他に、種類株主総会の決議等を必要とする権利	持分比率にかかわらず会社の意思決定を制限できる権能	定款によりアレンジが可能。 種類株式発行会社となると、普通株主を含め、会社法により各種類株式につき自動的に拒否権が与えられることになるので、拒否権を与えないこととする場合には、定款で明示的に拒否権がない旨を規定しておかなければならない。 定款上の拒否権がある場合、種類株主総会の決議がないとその行為は無効となり影響が大きいため、管理コストをかけられないスタートアップは定款ではなく株主間契約に定める例が多い。
取締役選任権	種類株主が取締役を選任する権利		定款で定めると、普通株主が選任できる取締役、優先株主が選任できる

			取締役、全ての種類の株主が選任できる取締役を定めなければならなくなり、各種類株主総会のアレンジなど管理コストが増大するので、株主間契約に定める例も多い。
ドラッグ・アロング・ライト	株主が一定割合を超える株式を買収者に売却する場合に、他の全ての株主が同じ条件で買収者に売却することを強制できる権利		投資家が事業売却によるエグジットを確実に達成するために要求することがある。 トリガーに経営陣の賛同を条件とするものとしないものがあり、賛同を条件とするものは買収条件に不満のある少数株主の株式を強制売却する機能、経営陣の賛同を要しないものは経営陣の保有する株式を強制する機能が視野に入れられている。 株主間契約に規定される。
将来ファイナンスへの参加権	将来の株式による資金調達に際し、持分割合に応じて引き受けに参加できる権利	会社の持分価値に対して保有する比率を維持する機能	いったん参加しないと消滅してしまうものと、その場合に次のファイナ

			ンスでも参加することができるものがある。 株主間契約に規定される。
先買権	経営陣や投資家が所有する株式を売却しようとする場合、それ以外の株主が通知を受け、売却対象となっている株式を買い取る機会を与えられる権利	株式の売却制限の側面もあるが、プロセスを踏むことにより売却を保証する機能もある。 先買権者には、セカンダリーで株式を追加取得する権利として機能する。	経営陣の株式にのみ先買権の対象とするアレンジも多い。 株主間契約に規定される。
共同売却権	株主が先買権を行使せず、売却者による株式売却を認めた場合、先買権を行使しなかった株主が、その保有株式の一部を売却者と同じ条件で第三者に売却できる権利	エグジット機会の平等付与	株主間契約に規定される。
モニタリング権	会社の帳簿閲覧権や、取締役会に同席する権利等、内部情報へのアクセス権	会社法で定められたもの以上の内部情報へのアクセス権	株主間契約に規定される。
情報収集権	優先株主が、ベンチャー企業から特定の情報提供を受けることができる旨を定める権利		株主間契約に規定される。

上記の種類株式に付される権利のうち、残余財産や合併等対価の優先分配権や、重要事項に対する拒否権、取締役選任権等ガバナンスに関する事項は、ベンチャーファイナンスにおいて一般的に見られるものであり、実務上でも定款又は株主間契約上の権利として定められる。

(3) 種類株式を活用することによる具体的なメリット

① 起業家側の観点

ベンチャーファイナンスにおいて種類株式を活用することによる起業家側の大きなメリットの１つは、経済的権利を付した種類株式（優先株式）と普通株式の価格差を利用することによって、起業家の株式持分の希薄化を一定程度に抑えつつ大規模な資金調達が行えることにある。

一般的に、普通株式は会社設立時にだけ起業家等に対して発行され、優先株式はその後の投資家を対象とした増資に際して発行されることから、優先株式による投資と普通株式による投資が同時期に実施されるケースは少なく、実務において価格差の比較対象は、「優先株式の発行価格」とその優先株式の発行と同時期に付与される「普通株式を原資産とする[6]ストックオプションの行使価格[7]」となる。価格差の存在は米国における優先株式の価格と普通株式を原資産としたストックオプションの価格差に関する調査[8]でも明らかであることから、これを用いて概念的に設例を用いて解説すると以下のようになる。

例えば、シード･アーリー期において優先株式と普通株式の間に 4 倍の価値差があるケースを想定すると、以下のように、いずれの投資でも起業家は 2 億円を調達できるが、普通株式を利用した場合には 50%の持分を失うのに対し、優先株式を利用した場合には、20%の持分しか失わない。

【事例】

（前提条件）

資金調達時点の普通株式株価： 2.5 万円/株

資金調達時点の優先株式株価：10 万円/株（価格差 4 倍）

資金調達前の発行済株式数 ： 8,000 株

調達金額 ：2 億円

---

6 ストックオプションの対象となる株式が普通株式であることを指す。

7 権利行使価格は、発行体と付与対象者が新株予約権に係る契約を締結したときの株式の時価以上とすることが、ストックオプションの税制適格要件となっており、通常、当該株式の時価を権利行使価格として設定する。

8 「平成 23 年度ベンチャー企業における発行種類株の価値算定モデルに関する調査」報告書

(ア)普通株式で追加投資した場合

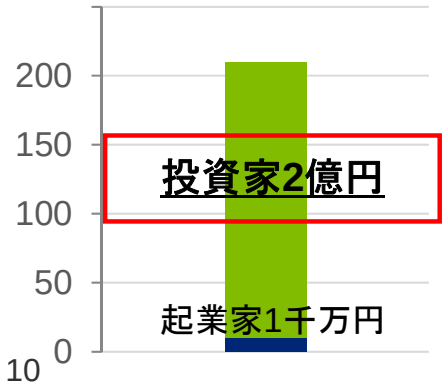
2 億円÷2.5 万円/株＝8,000 株　の株式新規発行が必要。

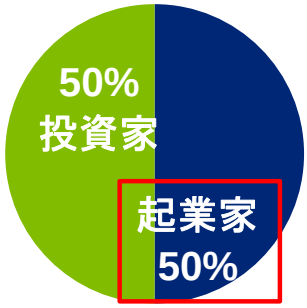
この結果、起業家の持分は、8,000/8,000（持分割合 100%）から 8,000/16,000（持分割合 50%）に低下する。

	資金調達時(普通株式)				参考:設立時	
	出資額	株式数	単価	株式持分	出資額	株式数
投資家	200百万円	8,000株	2.5万円	50%	ー百万円	ー株
起業家	ー百万円	8,000株	ー万円	50%	10百万円	8,000株

なお普通株で投資家に20%の持ち分を与える場合に、得られる資金は50百万円

出資額　　株式持分



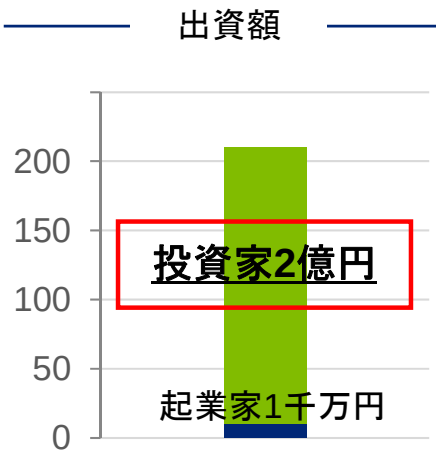


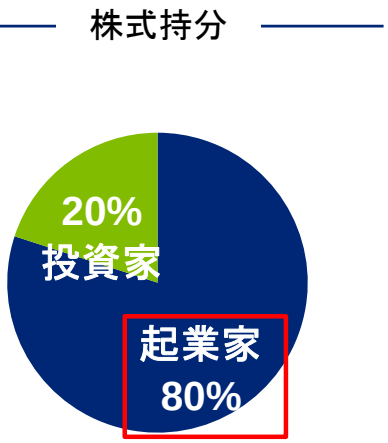
(イ)優先株式で追加投資した場合

2 億円÷10 万円/株＝2,000 株　の株式新規発行が必要。

この結果、起業家の持分は、8,000/8,000（持分割合 100%）から 8,000/10,000（持分割合 80%）の低下にとどまる。

	資金調達時(種類株式)				参考:設立時	
	出資額	株式数	単価	株式持分	出資額	株式数
投資家	**200百万円**	2,000株	10万円	**20%**	ー百万円	ー株
起業家	ー百万円	8,000株	ー万円	**80%**	10百万円	8,000株





（参考）優先株式と普通株式の価格差について

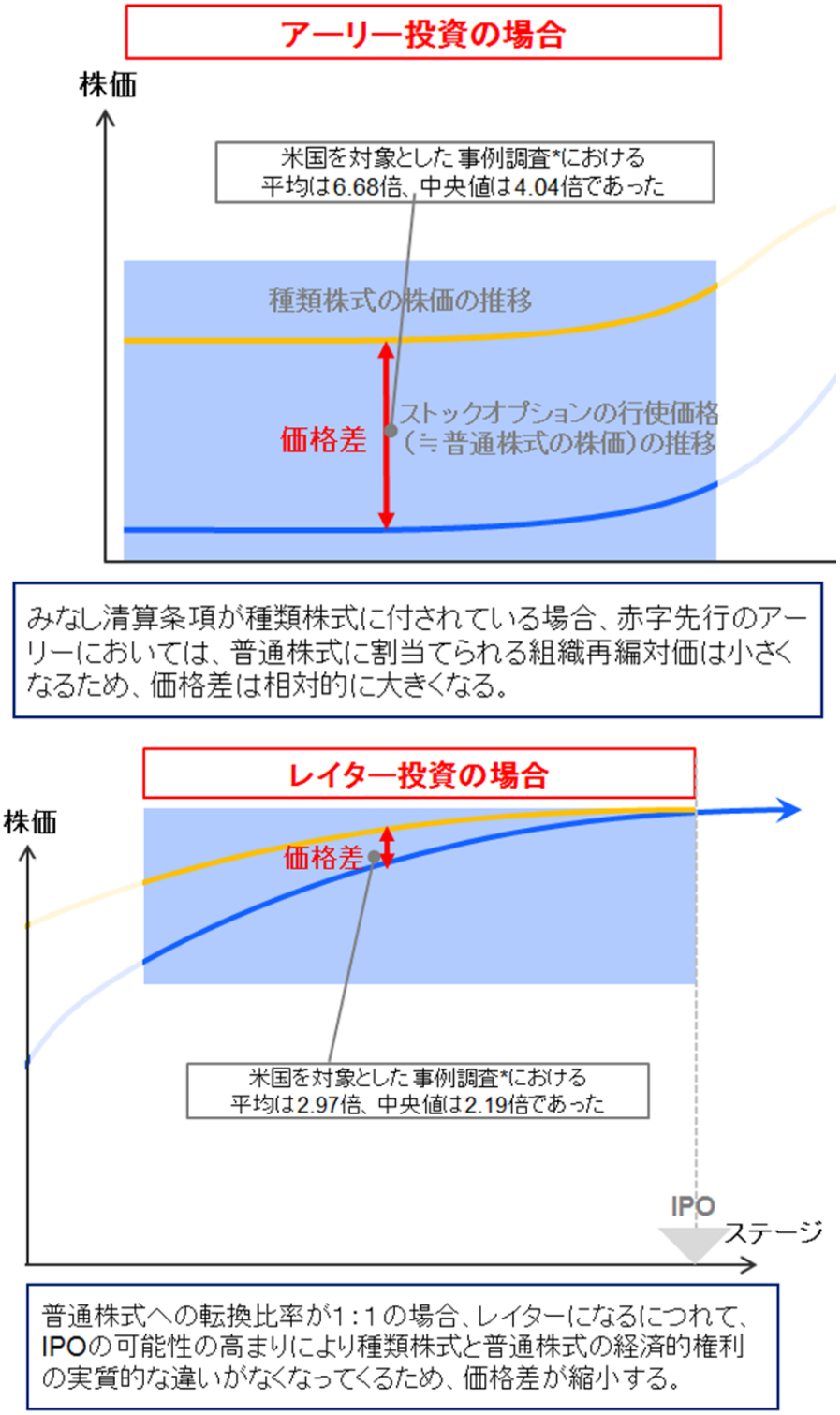
前掲 1.(2)にあるとおり、優先株式に付される権利は、大きくは、経済的価値を有するものと支配的価値を有するものに大別され、優先株式の価値は、当該優先株式に付されたこれらの権利の内容や、そのベンチャー企業が置かれた成長ステージ等によって変わり得る。

例えば、ベンチャー企業の赤字が先行するアーリーステージの段階で考えると、合併等対価の優先分配権が付された優先株式の経済価値は、その権利の経済的価値の分だけ普通株式よりも高いこととなる。他方で、ベンチャー企業の IPO 時には、優先株式は 1:1 の転換比率で普通株式に転換されることが多いことから、ベンチャー企業の成長ステージが IPO に近づくにつれ、優先株式と普通株式の価値は近似する方向に進む。このようなベンチャー企業の成長ステージに応じた優先株式と普通株式の経済価値の推移を、概念的に示すと、図表 5 のとおりとなる。

一般的に、優先株式と普通株式の発行が同時に行われるケースは少なく、優先株式と普通株式の価格差は、「優先株式の発行価格」とその優先株式の発行と同時期に発行されたストックオプションの原資産となる「普通株式の価格」の価格差の問題となるが、米国での当該価格差の事例を見ると、図表 6 のとおり、ベンチャー企業の IPO に近づくにつれ、図表 5 のように当該価格差が近似する傾向にある。

このように、ベンチャー企業の成長ステージによっては、優先株式と普通株式との間には相当の価格差が生じることから、この特性を活用することにより、起業家は株式持分の希薄化を抑えつつ、投資家から大規模な資金調達を行うことが可能となる。

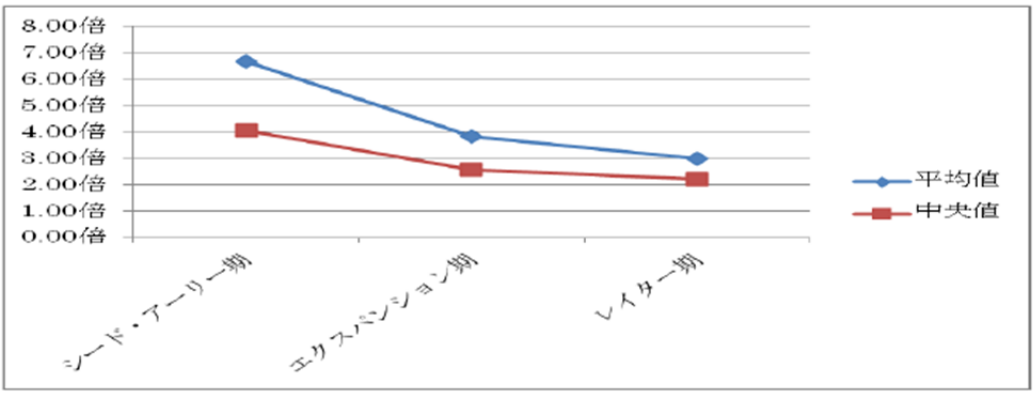
図表 5　ベンチャー企業の成長ステージに応じた優先株式と普通株式の経済価値の推移



図表 6　財務諸表基準ステージ別[9]の価格差[10]

財務諸表基準ステージ別の中央値をみると、シード･アーリー期において価格差は 4.04 倍存在するにもかかわらず、エクスパンション期では 2.55 倍、レイター期では 2.19 倍と IPO が近づくにつれ､価格差が小さくなっていく傾向にある。

ステージ	シード･アーリー期	エクスパンション期	レイター期
平均値	6.68 倍	3.83 倍	2.97 倍
中央値	4.04 倍	2.55 倍	2.19 倍
データ個数	19 個	110 個	19 個



[9]企業の財務数値における、売上高の成長率及び利益獲得能力から、下記のようにステージを設定。
・シード・アーリー期：翌期の売上高が、当該期間の売上高の 5 倍となっている場合の当該期間
・エクスパンション期：シード・アーリー・レイター期以外の期間
・レイター期：当期純利益が計上されている期間以降、あるいは IPO 前 1 年間

[10] 経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」22 頁。

② 投資家側の観点

成長過程にあるベンチャー企業では、大規模な資金調達やガバナンス体制の整備、経営に関わる優秀なマネジメント人材の確保といった課題を抱えている。

そこで、投資家は以下のとおり、ダウンサイドリスクの低減を図って大規模な資金供給を行うことを可能にする残余財産や合併等対価の優先分配権や、ガバナンスの強化を図るための取締役選任権や拒否権等を、種類株式（優先株式）や株主間契約等に織り込むことによって、企業価値の向上を図るベンチャー投資の実効性を高めることができる。

(ア) 合併等対価の優先分配権によるダウンサイドリスクの低減と大規模な資金供給

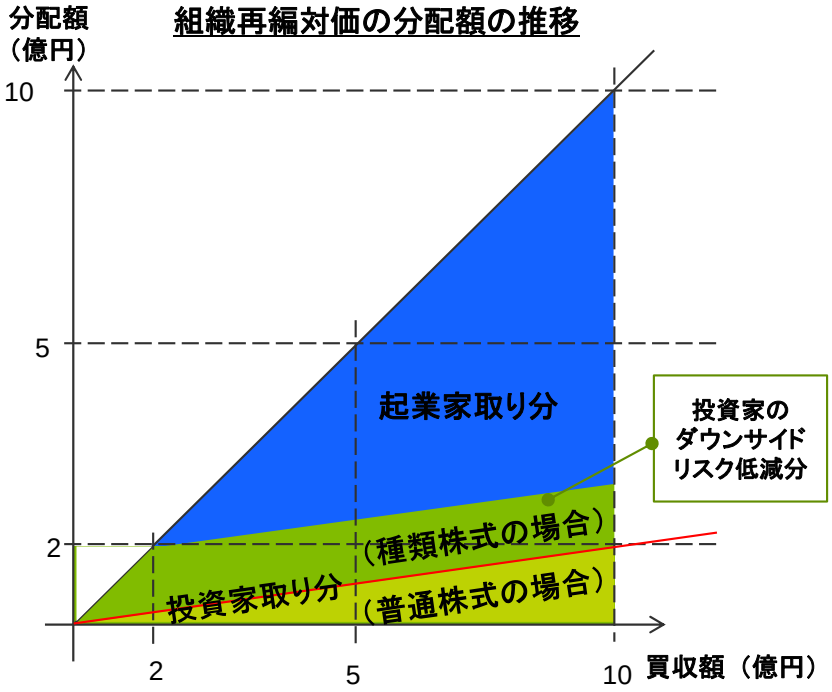
残余財産の優先分配権やこれに対応した合併等対価の優先分配権は、合併、株式移転、株式交換等の組織再編時に、組織再編の対価の分配を優先的に受けられる権利であり、その権利が種類株式に付されて活用されるものである。

また、残余財産や合併等対価の優先分配権は、通常、その投資家の出資額に相当する金額までは優先的に分配を受け、その出資額を超える分についても分配を受けられる「参加型」と、その出資額を超えては分配を受けられない「非参加型」に分かれる。

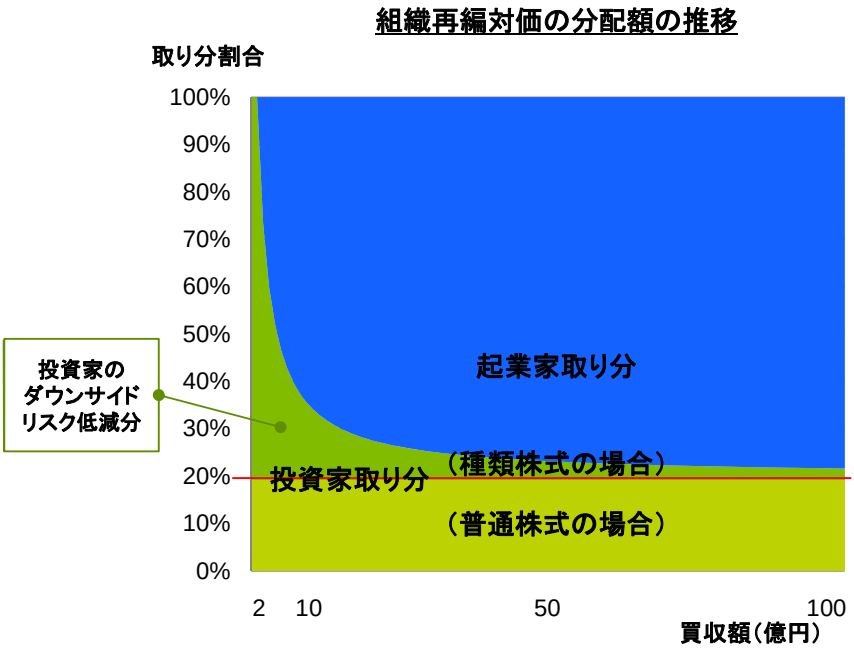
投資家は、当該優先分配権が付された種類株式（優先株式）で投資を行うことにより、ダウンサイドリスクの低減と大規模な資金供給を行うことが可能となる。

例えば、投資家が優先株式で 2 億円（持分割合 20%）の投資を行った場合において、投資額まで優先分配を受け、残額は持分割合に応じて按分されるという参加型の条件が付されている場合には、買収金額 2 億円までは優先株主がすべて分配を受けるが、2 億円を超える部分については、起業家（普通株主）と優先株主が持分割合に応じて按分する。したがって、図表 7 のとおり、優先株式に付与されている権利の範囲において普通株式で投資した場合よりもダウンサイドリスクを低減させることができる。

【図表 7　参加型における分配額の推移】[11]



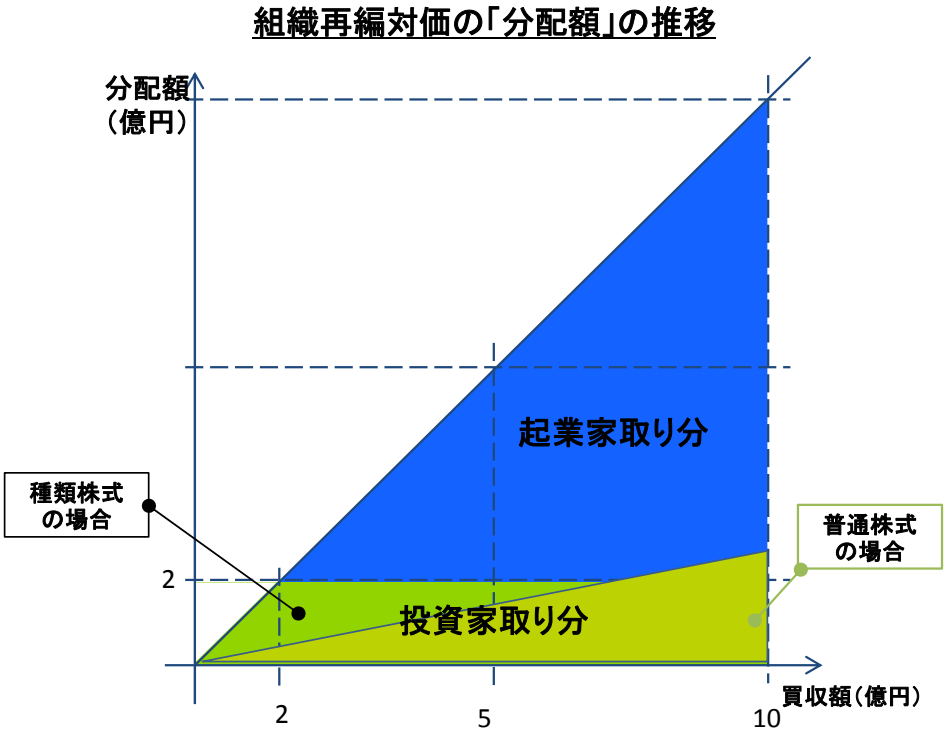
【図表 8　参加型における分配割合の推移】[9]



[11] 磯崎哲也「起業のエクイティ・ファイナンス」2014 年 ダイヤモンド社から抜粋加工。

他方、投資家が非参加型で投資した場合には、図表 9 のように投資家への分配額は優先株式のままでは（2 億円）までに限定され、普通株式の方が分配額が大きくなる場合には、これを転換して普通株式とし、普通株主として分配を受けることになる。したがって、こちらも同様にダウンサイドリスクの低減とアップサイドの取得が可能となる。

【図表 9　非参加型における分配額の推移】[12]



[12] 磯崎哲也「起業のエクイティ・ファイナンス」2014 年 ダイヤモンド社から抜粋加工。

(イ) 種類株主によるガバナンスの強化

前記のとおり、投資家が、残余財産の優先分配権とこれに伴う合併等対価の優先分配等の経済的権利が付された種類株式で出資をする場合、当該種類株式（優先株式）の１株あたりの価格は普通株式と比べて高くなる一方で、その投資家の株式の持分割合は、普通株式で出資している起業家に比べて低くなるため、株主総会等を通じてベンチャー企業の経営のコントロールに関与することが困難となる。

そこで投資家は、経営のモニタリングを通じた企業価値の向上を図る観点から、取締役会への参加権（取締役選任権）やオブザーバー権、経営上の重要な意思決定事項に優先株主の意思を反映する権利（拒否権）等を種類株式に付与するよう要請することになる。

ベンチャー企業の経営陣にとっても、特に事業経験が乏しい若手の起業家による経営陣の場合には、企業価値の向上に投資家の積極的な関与を求める場合がある。特に市場が活況な場合、投資家は、単に資金を提供することができるというだけでは起業家を引き付けることができず、資金提供のほかにどのように企業価値の向上に貢献できるのか、が問われることになる。この際、経営の目標設定やその達成度合を評価する MBO（Management by Objectives）を実施することにより、企業価値向上に貢献するという役割を経営陣が期待する場合があり、この場合には優先株主による経営への関与、アドバイスは、投資家と起業家の双方にとって望ましい状態となる。

また、拒否権については、当該権利を背景とした会社の意思決定事項に係る優先株主の事前承認制度や、「取締役全員の同意」と「種類株主への通知」による種類株主総会の免除等の手続きを会社意思決定の金額的、質的重要性に応じて設定、運用することで、経営の機動性と投資家による会社の重要な意思決定のモニタリングのバランスを図っている。

なお、日本の会社法では、二種類以上の株式を発行する種類株式発行会社となると、定款に何も記載しなくても会社法の定めにより各種類株主に広範な拒否権を与えたことになることに留意が必要である。この場合、種類株主総会の承認を要するコーポレートアクションにつき、種類株主総会の承認を得ていなかった場合には、その行為は無効となってしまう。特にベンチャー企業は経営管理が脆弱である場合が多く、株主総会の決議を経ていても種類株主総会を失念するということは通常起こり得る。この場合、そのコーポレートアクションが無効とされると、その後に行った様々な行為は、無効なコーポレートアクションの上に積み重ねられることになり、これらの行為が果たして有効なのか、という問題が生じかねない。当然、

こうした瑕疵を帯びることは、企業価値を大きく毀損することになる。

このように投資家としては、経営陣の経営管理のキャパシティを無視して安易に定款上の拒否権を広範に求めると、経営陣がこれを管理しきれないことにより、かえって企業価値を毀損してしまうという事態が生じてしまうことを踏まえて、拒否権の設定方法を考える必要がある。

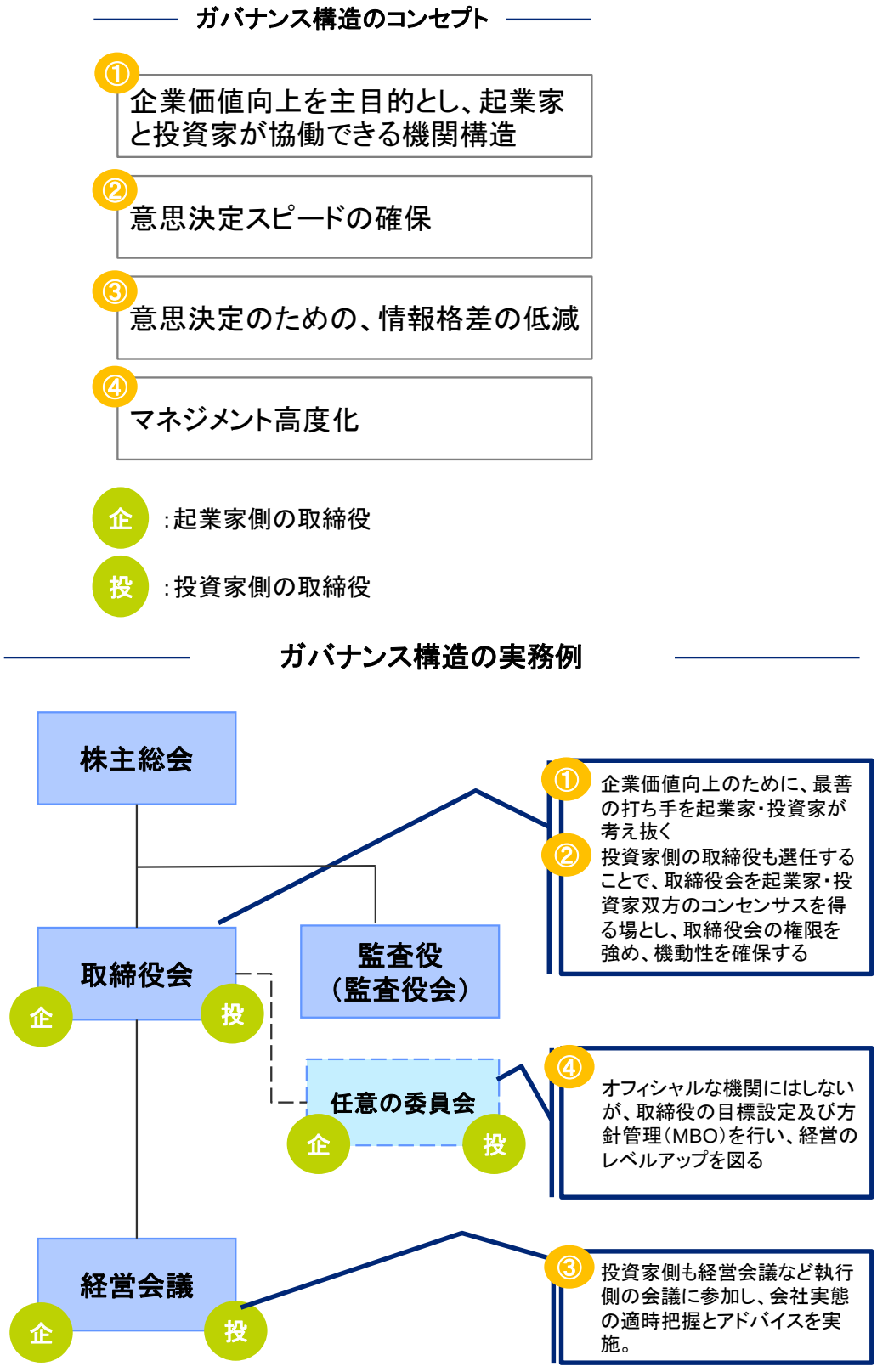
また、会社法の定めにより発生する拒否権は、全ての種類株式について発生するから、普通株式についても拒否権が生じることになる。これにより、拒否権事項については、優先株主による種類株主総会に加えて、普通株主による種類株主総会を経なければ、効力が生じないという事態が生じる。

このように、種類株式における拒否権については、投資家と起業家の双方が会社法を正確に理解し、かつこれを適正に管理することができる経営陣が存在することが利用の前提となる。こうした法令上の拒否権の限界を踏まえて、ベンチャーファイナンスにおいては、企業価値の毀損リスクを回避する観点から、定款により会社法上発生する拒否権を外したうえで、一定の重要事項につき、発行済み優先株式の過半数を保有する株主による事前承認が必要である旨を株主間契約に規定することによって、対処する場合もある。

また、上記以外にも、月次の予実差異分析報告等の経営に重要な情報を事前に報告する実務もみられる。なお、優先株主によるガバナンスの名のもとに、大量の報告書等のペーパーワークを求めることは、経営資源が脆弱なベンチャー企業が成長に力を注ぐことを妨げ、潜在的な企業価値の増加にとってかえってマイナスであるということが起こりかねない。

投資家は、資金力を背景にガバナンスの名のもとに過度な権利を要求しがちであるが、ベンチャー企業のステージや経営管理に現実に割くことができるリソースを踏まえて、法律や契約上の権利としてのモニタリング権をどこまで要求するのか、見定めないと、ベンチャー企業に法律や契約の違反の要因を作り出してしまい、かえって企業価値を毀損してしまうことがあることを踏まえて、モニタリングに関する権利を要求することが必要である。

【図表 10　ベンチャー企業におけるガバナンス構造の実務例】



2. ストックオプションの意義

(1) ベンチャーファイナンスにおけるストックオプションの意義

ストックオプションとは、企業が、その取締役や従業員等に対し、取締役等から受ける業務執行や労働等の役務提供の対価として給付する新株予約権を取得する権利のことである。ベンチャー企業の成長のためには、成長ステージに合わせて必要な人材を確保・維持していくことが重要であるが、ベンチャー企業は資金的余裕がないことから、優秀な人材に対して多額の報酬を現金で交付することが難しい。そこで、起業家側としては、IPO 等の一定のマイルストーンを達成した際に、株式を取得する権利を予め与えることで、資金的負担を軽減しつつ、人材の獲得及び維持が可能となる。

また、起業家を支えるマネジメント層にとっても、ベンチャー企業での新規性、成長性のある事業を通して自身の知識やスキルを発揮し、それらを磨くことができるだけでなく、経済的な面からも将来大きなリターンを得ることが可能となるため、ベンチャー企業への加入や働き続けることに対するインセンティブが向上する。

このように、ストックオプションは起業家･マネジメント人材の双方にとってメリットがあるインセンティブプランの一つとして利用されている。

(2) ストックオプションのインセンティブ効果

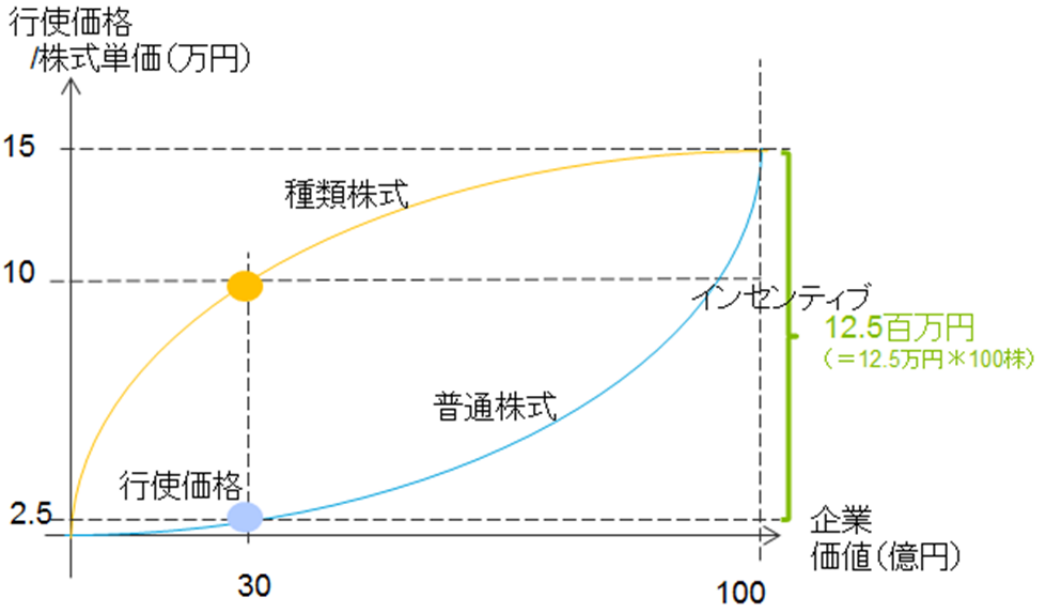
ストックオプションについては、後記(3)①に記載する一定の要件を満たすストックオプションの行使者が、税務上の優遇措置を受けることができる税制適格ストックオプション制度が整備されている。当該優遇措置の適用を受ける場合には、権利行使時点での課税が繰り延べられること等により、ストックオプションのメリットを享受することが可能となる。

また、ベンチャー企業が種類株式を発行する場合には、経済的権利が付与された種類株式（優先株式）の発行価格と、普通株式を原資産とするストックオプションの行使価格の価格差を利用することによって、付与対象者のインセンティブ効果を増加させることが可能となる。

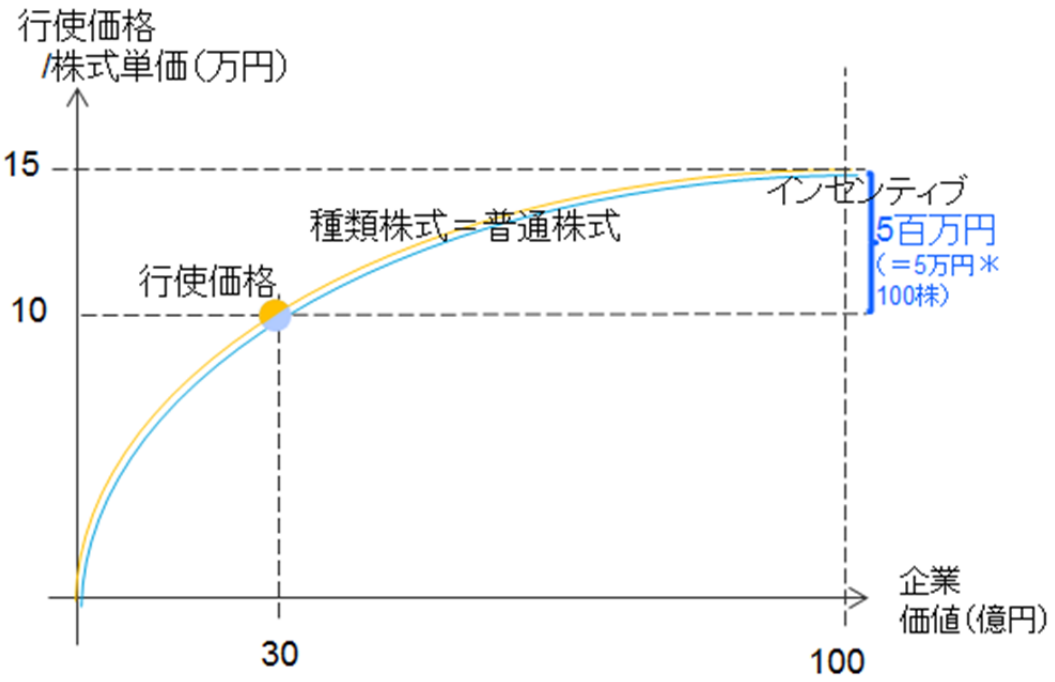
例えば、優先株式の発行価格が 1 株当たり 10 万円で 100 株の投資を受けた直後に、従業員等に対して税制適格ストックオプションを 1 個（対象普通株式は 100 株）付与する場合を想定すると、優先株式と普通株式の間に価格差が存在している場合（例えば、評価の結果、ストックオプションの原資産としての普通株式の株価が 2.5 万円であった場合）には、図表 11 のとおり、ストックオプションの対象となった普通株式の譲渡時に 12.5 百万円のインセンティブが付与対象者に発生する（譲渡価格は 15 百万円と仮定）。

他方、価格差が存在しない場合には、ストックオプションの付与時における権利行使価格が同時期の優先株式時価を基礎として決定されることから、図表 12 のとおり、譲渡時のインセンティブが 5 百万円程度となり、価格差の有無によってインセンティブ金額が大きく変動する。

図表 11　価格差ありの場合のインセンティブ効果



図表 12　価格差なしの場合のインセンティブ効果



(3) ストックオプションに関する税務

我が国における税制適格要件及び税制適格又は非適格の際の発行会社における課税関係は以下のとおりである。

① 税制適格ストックオプションの要件（所得税関連）

項目	税制適格要件
適格対象者	ストック・オプションの付与決議のあった株式会社又はその株式会社の関係法人[13]の取締役、執行役又は使用人である個人またはその取締役等の相続人 但し、大口株主及びその配偶者その他の特別な関係がある個人は対象外。（大口株主とは、未公開法人において発行済み株式数の３分の１に超を有するもの）
年間の権利行使価格の限度額	年間1,200万円
権利行使期間	付与決議の日以後、2年を経過した日から当該付与決議の日後10年を経過するまでの間
権利行使価額	発行体と付与対象者が新株予約権に係る契約を締結した時の当該発行体の株式の1株当たり価額以上であること
発行価額	金銭を交付しないこと
譲渡制限	権利の譲渡制限を明文化しておくこと
調書の提出	・ストック・オプションを付与した日の属する年の翌年1月31日までに本店所在地の所轄税務署に、「特定新株予約権の付与に関する調書」を提出すること ・株主名簿管理人にも同日までに調書を提出させること
その他	・権利付与の契約、契約書及び報告書のフォームを提供すること ・付与決議時の議事録及び上記書類の保存 ・権利行使においては、会社法238条3項に準ずること ・租税特別措置法第29条の2第1項第6号に定める保管委託要件を充足していること

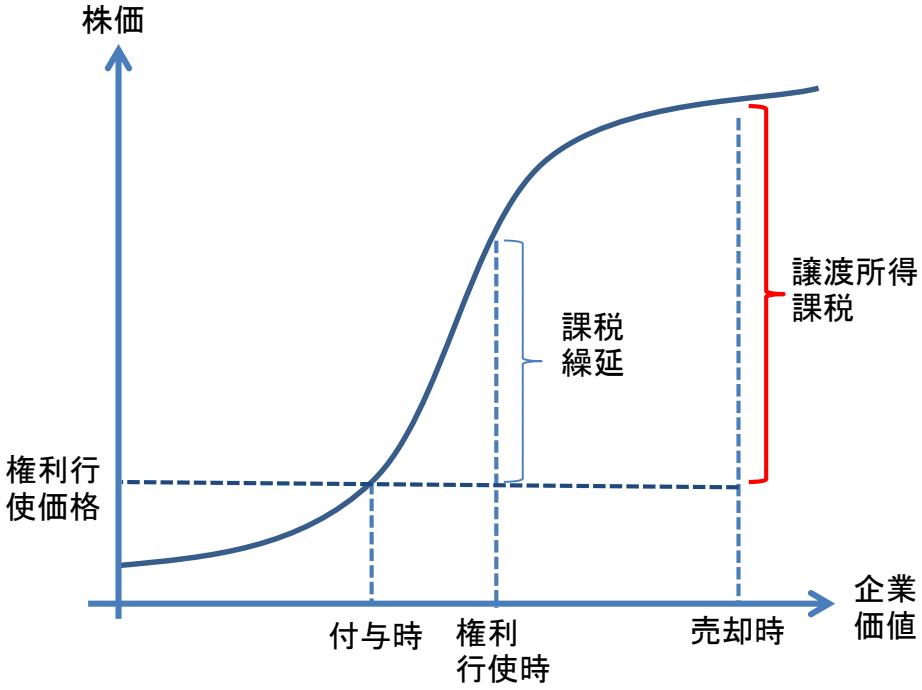
[13]付与決議のあった株式会社が、発行済株式（議決権のあるものに限る）もしくは出資の総数の 50%を超える数の株式（議決権のあるものに限る）もしくは出資を直接もしくは間接に保有する関係にある法人。

② 付与を受けた従業員等の課税関係

（ア）税制適格ストックオプションの場合

従業員等が権利行使によって株式を取得した場合であっても、権利行使時における経済的利益については所得税が課税されず、対象となる株式の売却によって発生したキャピタルゲイン部分が譲渡所得として課税される。

図表 13　税制適格ストックオプションの所得税課税状況

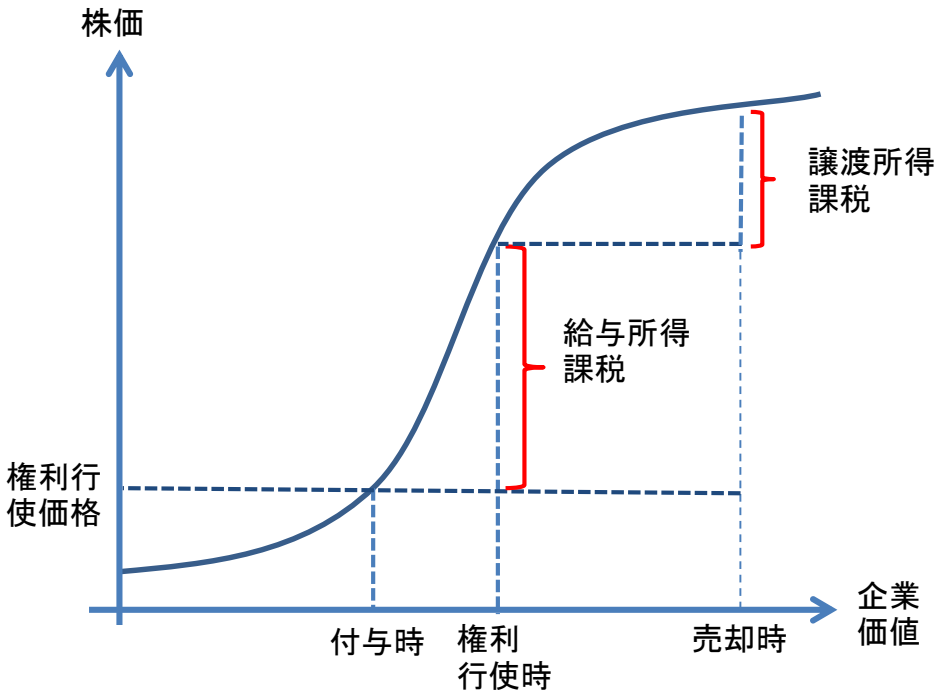


（イ）税制非適格ストックオプションの場合

従業員等がストックオプションを権利行使した時に、原則として権利行使時の時価から権利行使価額を控除した金額を権利行使者の収入金額として給与所得課税される。この際、権利行使した従業員等は権利行使時に株式を取得するだけであるにも関わらず、権利行使したストックオプションに対応した課税が行われる。給与所得はそれを支払う者が源泉徴収義務を負っていることから[14]、税額によっては給与支払い者である会社の手許現金の不足により納付が困難になることもある。

また、株式の売却時においては権利行使時の時価と売却価額との差額について、譲渡所得として課税される。

図表 14　税制非適格オプションの所得税課税状況



[14] 所得税法第 6 条、第 183 条

③　税制適格及び非適格の場合における発行会社における課税関係（法人税関連）

	税制適格	税制非適格
権利付与時	―	―
決算（対象勤務期間）	株式報酬費用は損金不算入。	会計計上した株式報酬費用は損金不算入。
権利行使時	給与等課税事由が生じないため株式報酬費用は損金不算入。	株式報酬費用が役務提供の対価と認められ、確定決算において費用処理しており、付与対象者に給与等課税事由が生じている場合には、損金算入。
失効時	新株予約権戻入は益金不算入。	新株予約権戻入は益金不算入。

3. 種類株式とストックオプションの利用方法

ベンチャー企業では事業が比較的短期間で成長し、それに合わせて必要な人材の確保、資金調達を適時に実施していく必要があることから、ベンチャー企業の成長ステージに応じた資金調達やインセンティブプランの設計が重要となる。

(1) シードステージ～アーリーステージ前半期

① 資金調達

ベンチャー企業の設立後間もないシードステージからアーリーステージの前半においては、従業員数も少なく、資金的な余裕がない状況にあることが想定される。このようなベンチャー企業では種類株式の権利内容や株主間契約の内容等に係る検討のためのコスト負担が難しい。また、投資家側からみても、このステージのベンチャー企業に多額の投資を実施することにはリスクも伴うため、投資金額とコストを一定程度に抑えつつも、後のステージでの種類株式（優先株式）発行を意識した投資を実施する必要がある。

そこで、実務上では、コンバーティブル・ノートやコンバーティブル・セキュリティ[15]が利用されはじめている。コンバーティブル・ノートは、投資家がまず貸付金として資金を供給し、将来優先株式での投資が行われた段階で当該貸付債権を優先株式に転換する契約であり、起業家にとっては資金調達に係る時間と手続きに関するコストを削減でき、投資家にとっては、より有利な条件で優先株式に転換できる等双方にとってメリットのある資金調達手法として、米国でも幅広く利用されている。また、上記のほか、普通株式を利用して資金調達を行うケースもある。

② 人材確保・維持

シードステージからアーリーステージの前半においては、主として設立時に普通株式を持たない創業期のメンバーに対するインセンティブプランとしてストックオプションが利用される。また、この時期において優秀な人材を獲得しようとする場合、状況によっては、ストックオプションではなく創業者の保有株式を直接譲渡する形でインセンティブを付与することも考えられる。

---

[15] コンバーティブル・セキュリティとは普通株式を利用した資金調達手法であり、一定の条件下で優先株式に転換できる条項等を有した契約を付して発行される普通株式のこと。

(2) アーリーステージ後半～

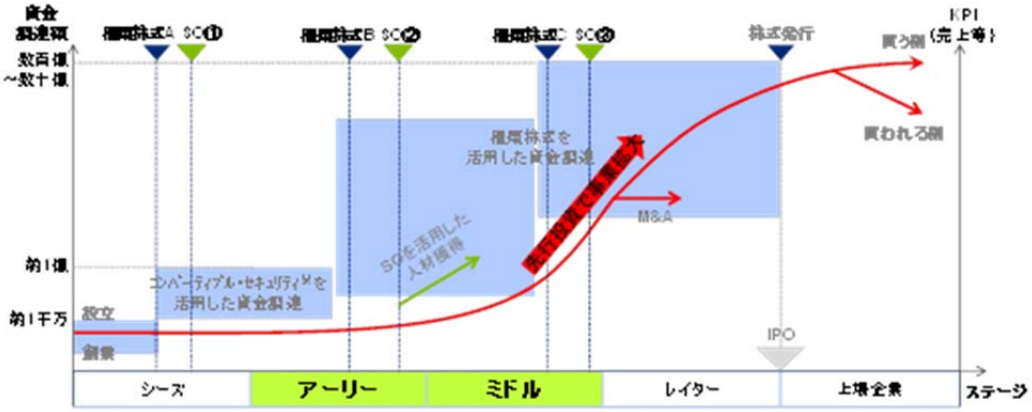
① 資金調達

アーリーステージ後半では、ベンチャー企業は成長段階に入り、一定の組織の整備が求められる。また、事業規模の拡大とともに人材も増加してくる。このような状況下では、ベンチャー企業の資金需要も増加していることから、ベンチャー企業は種類株式（優先株式）を利用して大規模な資金調達を行うとともに、投資家としては、残余財産と合併等対価の優先分配権が付された種類株式を活用して投資を行うことにより、ダウンサイドリスクの低減を図る。また、取締役選任権や拒否権を通じて、ベンチャー企業に対するモニタリングの実効性を高める。

② マネジメント人材等の確保・維持

アーリーステージ後半のベンチャー企業は、今後の更なる成長のために優秀なマネジメント人材や研究者・開発者といった専門人材等を確保・維持する必要がある。したがって、この時期のストックオプションは、当該マネジメント人材や開発者、研究者等を獲得するためのインセンティブプランとして活用される。

図表 15　成長ステージ別の資金調達及びストックオプション付与の考え方[16]



[16] 磯崎哲也「起業のファイナンス」2015 年 ダイヤモンド社から抜粋加工。

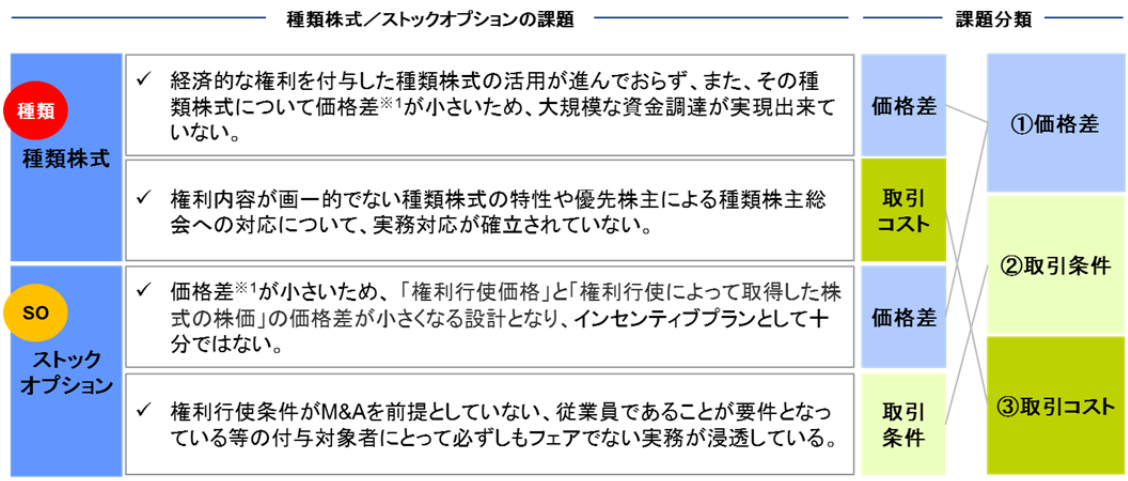
第２章　種類株式とストックオプションの課題・原因・解決方法

前記第 1 章で述べたとおり、種類株式は、起業家の株式持分の希薄化を防止しつつ投資家から大規模な資金調達を行うことや、投資家のダウンサイドリスクの低減、投資家によるガバナンスの向上などを可能とすることから、その有効な活用が期待される。また、普通株式を原資産とするストックオプションについても、ベンチャー企業の成長を支える優秀な人材を惹きつけるためのインセンティブプランとして有効な活用が期待される。

しかしながら実務においては、種類株式やストックオプションの条件設定や発行に伴うコストに関して課題があることから、効果的な活用が進んでいない。

そこで本章では、種類株式及びストックオプションの活用に当たっての実務上の主要な課題を取り上げるとともに、その解決の方向性について検討する。

【図表 16　種類株式とストックオプション利用に係る現状と課題の全体像】



※1:「種類株式の価格」と「普通株式を原資産とするストックオプションの行使価格」との価格差

1. 種類株式（優先株式）と普通株式[17]の価格差

(1) 会社法上の対応（合併等対価の優先分配権関係）

① 課題

会社法第 108 条に規定されている種類株式の権利内容には、合併等対価の優先分配権が含まれていないと考えられる[18]ため、実務では、株主間契約の中で当該優先分配権を設定しているケースが多い。この場合、ベンチャー企業が新たな投資家から出資を受ける度に、株主間契約を再締結する必要が生じ、投資にあたっての手続きが煩雑になるというデメリットがある。

また、合併等対価の優先分配権を株主間契約で設定する場合には、その効果は株主間の相対効果しかない[19]ため、当該優先分配権が付与されている種類株式の価格算定にあたっては経済価値がないものとして扱っている実務も存在しており、当該優先分配権の経済的価値が適切に評価されていないという課題がある。

なお、米国では、模範会社法上での種類株式にかかる内容は例示列挙と考えられているため、柔軟な権利内容の設計が可能であり、合併等対価の優先分配権を定款に明確に規定して対応することができる[20]。

② 課題解決の方向性

会社法第 749 条 2 項においては、吸収合併を実施する場合の吸収合併消滅会社が種類株式発行会社である場合には、その発行する種類株式の内容に応じて、金銭等の割り当てについて株式の種類毎に異なる取扱いをすることを認めている他、株式交換や株式移転といった組織再編行為についても同様の取扱いを認めている[21]。これらの規定を考慮すると、一定の組織再編行為が発生した場合に備え、あらかじめ株式の種類毎に異なる対価の取扱いをすることを定款に定めることは会社法上可能であると考えられるとの指摘がある[22]。

---

17 種類株式と同時期に発行される普通株式又は普通株式を原資産としたストックオプションのこと。以下、この章において同じ。

18 経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」27 頁。

19 経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」27 頁。

20 経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」27 頁。

21 会社法第 768 条 2 項、第 773 条 2 項

22 宍戸善一＝ベンチャー・ロー・フォーラム（VLF）（編）『ベンチャー企業の法務・財務戦略』（商事法務、2010 年）277 頁〔棚橋元、林宏和〕。

また、経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」（平成 23 年 11 月）では、「合併等において種類株主に対価を優先的に分配することについて、会社法第２９条に基づく株主間の権利調整事項として、任意に定款に記載することは、我が国ベンチャー投資における種類株式の利用促進に有効であると考えられる」[23]とされているところであり、実務においても、下記のように定款で合併等対価の優先分配権を規定する事例が出てきている。

【定款記載事例】[24]

（合併、株式交換又は株式移転の場合の措置）

第●条　当会社は、当会社が消滅会社となる吸収合併もしくは新設合併、又は当会社が完全子会社となる株式交換もしくは共同株式移転（以下「合併等」と総称する。）をするときは、合併等に係る効力発生日において、普通株主又は普通登録株式質権者に先立ち、A 種優先株主又は A 種優先登録株式質権者に対し、A 種優先株式 1 株につき A 種優先残余財産分配額に相当する額の存続会社、新設会社又は完全親会社の株式及び金銭その他の財産（以下「割当株式等」という。）が割当てられるようにする。

2　A 種優先株主又は A 種優先登録株式質権者に対して A 種優先残余財産分配額の全額に相当する額の割当株式等が割当てられた後に、なお当会社の株主に割当てられる割当株式等がある場合には、A 種優先株主又は A 種優先登録株式質権者は、A 種優先株式 1 株当たり、普通株式 1 株当たりの割当株式等の額に、その時点における A 種転換比率（A 種優先株式の当初取得価額をその時点における取得価額で除して得られる係数をいう。）を乗じた額（円未満切捨て）に相当する割当株式等の割当てを受ける。

このように、定款に合併等対価の優先分配権を規定する場合、当該権利により合併等対価の分配額が少なくなる株主の予測可能性を確保するために、種類株式を発行するベンチャー企業とそれぞれの株主の間で締結する投資契約[25]において、「投資にあたり定款記載事項を遵守する」旨を定める方法が考えられる。

---

[23] 経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」27 頁。

[24] 増島雅和委員提供資料。上記の定款記載例は、残余財産分配権が付されたＡ種優先株式に、みなし清算条項を付加したもの。

[25] 株主全員で締結する株主間契約ではなく、ベンチャー企業とそれぞれの株主の間で締結する投資契約に規定することにより、新たな投資家がそのベンチャー企業に出資をした場合に、株主全員で株主間契約を再締結する事務コストの低減を図ることが可能となる。

(2) 価格の算定

① 課題

種類株式（優先株式）と普通株式等との価格差に関する税務上の取扱いついては、平成 23 年 10 月に経済産業省のウェブサイトにおいて、普通株式の他に種類株式を発行している非上場会社が、新たに普通株式を対象とするストックオプションを付与する場合、税制適格の判定に当たり権利行使価格と比較する対象会社株式の 1 株当たり価額は必ずしも直前の種類株式の発行価格と一致するわけではないことが明らかにされた。また、その後、平成 25 年 11 月には日本公認会計士協会から経営研究調査会研究報告第 53 号「種類株式の評価事例」が公表され、我が国における種類株式の評価に関する考え方や評価事例が紹介されている。

しかしながら、現地点においても依然として、優先株式と普通株式等の価格を同一にして対応している、あるいは価格差を付けている場合でも 1.0 倍から 1.2 倍程度の僅少な価格差にとどまっている状況が確認された。

これは、公認会計士協会の評価事例についての理解が進んでいないことや実務での活用方法が確立されていないこと等が要因と考えられる。

また、ベンチャー企業の M&A が少ない我が国の現状においては、合併等対価の優先分配権を適用する機会が少ないことから、同権利は経済価値を有しないと考えるケースもある。

他方、米国においては、2004 年 4 月に米国公認会計士協会から公表された Practice Aid "Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation”に基づき、企業価値を優先株式価値と普通株式価値に按分する実務がとられており、この中で流動化事象に対する優先分配権（deemed liquidation）は経済価値を有するものとして取り扱われている。

② 課題解決の方向性

種類株式の評価は、種類株式に付されている権利の経済的価値に基づいて行われるが、日本公認会計士協会が公表している経営研究調査会研究報告第 53 号「種類株式の評価事例」では、その付されている権利内容毎に経済的価値を有するか否かについての整理が行われており、経済的価値の具体的な評価方法についても記載されている。

例えば、合併等対価の優先分配権についてみると、「会社法第 749 条 2 項等の規定を前提として、会社が第三者に買収される際に、組織再編の形式が取られる場合、買収会社（存続会社、完全親会社）の株式等の対価を、消滅会社又は完全子会社になる会社の発行する優先株式に対して優先的に割り当てるとして、あらかじめ定款に記載する方法が考えられる。いわゆるみなし清算条項を導入した場合においては、種類株式の経済的な価値を構成するものと想定される」旨が記載されている[26]。また、その経済価値の具体的な評価方法についても以下のように記載されている。

【みなし清算条項付種類株式　評価事例[27]】

(1) 評価例の概要

【主な発行条件】

① １株当たり発行価額 50,000 円（後述の価値算定結果を参考に決定）

② 優先配当、累積配当、参加配当 なし

③ 議決権 有り

④ 取得請求権

（みなし清算条項）

吸収合併等が行われる場合には、合併対価として１株につき金銭６万円を受け取ることができる。分配可能額を限度として、現金を対価として取得請求可

⑤ 取得請求権 Ａ社に対して当該種類株式を取得することを請求することができる。当該種類株式を取得するのと引換えに当該株式 1 株につき普通株式１株を交付する。

⑥ 譲渡制限 当該種類株式の譲渡又は取得については、株主又は取得者は取締役会の承認を受けなければならない。

⑦ 残余財産の分配 普通株式と同順位

⑧ １株当たり普通株式の価値１万円（直近の売買実績から参照）

(2) 本件評価例における前提条件

① 普通株式との異同

当該種類株式と普通株式との実質的な違いは、みなし清算条項の条件のみである（取得請求権が付されているが、いつでも１株を普通株式１株に転換できるため、普通株式との差は無いものと考えられる。）。

[26]経営研究調査会研究報告第 53 号「種類株式の評価事例」8 頁

[27] 経営研究調査会研究報告第 53 号「種類株式の評価事例」36 頁～40 頁

② 普通株式の価値

直近の売買実績では、１株１万円として取引されていることから、対象会社の普通株式の価値は、１株１万円であるとみなした。

③ みなし清算条項が適用される確率の見積り

みなし清算条項が適用される可能性を考慮し、評価に織り込むこととなる。

(3) 本件評価例におけるプット・オプション価値の評価

オプション価値は、基本的な数値（基礎数値、パラメーター）をピックアップし、オプション評価モデルに値を代入して算定する。

オプション評価モデルには、ブラック・ショールズ式、二項モデル、三項モデル、モンテカルロ・シミュレーション等がある。最近の上場企業のリリースには、採用モデルが記載されている。その中で、最も簡易に算出できるモデルがブラック・ショールズ式である。本件評価例では、このブラック・ショールズ式を採用する。ブラック・ショールズ式に代入すべき基礎数値には、下記の六つがあげられる。

① 前提株価
② 行使価格
③ 満期までの期間
④ 無リスクレート
⑤ ボラティリティ
⑥ 配当率

当該パラメーターは、一般的にはマーケットデータから導くものであるが、非上場企業である場合、前提株価等マーケットデータを取得できないものがあるため、一定の想定を置く必要がある。

① 前提株価

上場企業であれば、評価時点の株価終値を参照することが可能である。しかしながら、未上場企業である場合、その時価を把握することは困難であるため、一般的には株価算定を実施し、その時価の把握に務めることとなる。本件評価例における採用数値としては、所与のものとして１万円／株としている。

② 行使価格

みなし清算条項が適用されることにより得られるキャッシュ・フローが損益分岐点となるため、プット・オプションの行使価格は６万円となる（本件評価例において、プット・オプションを行使して得られる金額はみなし清算条項の６万円であるため、行使価格を６万円とした。）。

③ 満期までの期間

プット・オプションを行使できる期間は、当該種類株式のみなし清算条項が適用される期間は無期限であるため、プット・オプションは満期が無いものとなる。しかしながら、実態としては、割当先のファンドの運用期限までに売却（EXIT）することが想定されることから、本件評価例における採用数値としては、当該ファンドの運用期限と同一の５年とした。

④　無リスクレート

無リスクレートは期間５年間に応じた国債のレートを採用した。

⑤　ボラティリティ

ボラティリティは、株価変動性とも呼ばれ、株価がどのような値動きの幅があるかを測る指標である。対象会社は非上場企業であるため、その値を直接求めることができないが、対象会社の類似上場企業を参考に、ボラティリティを算出する方法が考えられ、ストック・オプション会計基準では、この考え方を採用している。本件評価例でも、対象会社の類似上場会社のヒストリカル・ボラティリティを、期間５年間を遡って観察して算出したものを採用した。

⑥　配当率

配当率は１株当たり配当実績を株価で割った値で求められる値である。本件評価例では、対象となる企業に配当の実績は無いため、0%とした。

上記のパラメーターを前提にブラック・ショールズ式で算定したプット・オプション価値は５万円となった。

(4) 本件評価例における種類株式価値の評価

次に、種類株式価値の算定上、合併等の発生確率を見積もることが必要となる。ここでは、ベンチャー・キャピタル投資の M&A 等による EXIT 実績データを勘案して 80%の確率で発生するものと仮定し、種類株式の価値を以下のように算出した。

種類株式の価値＝ベンチマークとしての価値＋特殊条件に基づく価値
＝普通株式の価値＋プット・オプションの価値×発生確率
＝１万円＋５万円×80%
＝５万円

上記のとおり、日本公認会計士協会が公表している種類株式の評価事例では合併等対価の優先分配権が付された種類株式の評価方法について、一定の方向性を示しているものの、いくつかの仮定を用いて算定されているため、実務での活用時には、主に下記の事項について、関係者による更なる検討や評価手法の実務への適用に当たっての方法論の確立が必要になると考えられる。

・事例では普通株式の株価を直近売買実績に基づいて 1 万円と仮定しているが、実務では、米国のように普通株式の株価を求めるために評価手法が使用されるケースがある[28]。

・M&A 等による EXIT の発生確率を過去の実績から 80%と仮定しているが、実務上では当該確率の算出方法として定まった方法は確立されていない。したがって、当該確率の見積り方法について、M&A で EXIT する実績データ等を勘案して検討を行う等、実務上、慎重な対応が必要であり、評価実務の蓄積により、見積方法が確立されることが望まれる。

[28] 「平成 23 年度ベンチャー企業における発行種類株の価値算定モデルに関する調査」において紹介している米国公認会計士協会公表の「Practice Aid“Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation”」では当該ケースを想定した評価手法の紹介となっている。

2. ストックオプションの権利行使条件

(1) 課題

我が国のベンチャー企業がストックオプションを発行する場合、その権利行使条件として、①IPO 条件（株式が国内又は国外の証券取引所に上場することを権利行使条件としているもの）、②勤務条件（権利行使時点において、発行会社又はその子会社の役員又は従業員であることを条件としているもの）を付することが多く、このような行使条件が、ベンチャー企業の企業価値向上に寄与した人材に報酬を付与する機会や、マネジメント人材やエンジニア等の優秀な人材の流動化の機会を消失しているのではないかとの懸念がある。

例えば、「IPO 条件」が付されているケースでは、ストックオプションの発行体が M&A によって EXIT（投資回収）した場合、従業員は企業価値向上のために役務を提供してきたにも関わらずストックオプションを行使できず、その対価を享受できない。

また、ベンチャー企業においては、そのステージにあわせて必要とされる人材が変化するため、人材が業界内で循環することが期待されるが、権利行使条件として「勤務条件」が付されている場合には、株式公開までの人材の流動性低下を生み、業界全体の活性化を阻害することとなる可能性もある。

したがって、上記のようなストックオプションの権利行使条件を改善することで、インセンティブプランとしてのストックオプションの効果を増加させ、優秀な人材がベンチャー企業に参画することや、ベンチャー業界内で循環することが求められている。

(2) 課題解決の方向性

我が国では、現状、ベンチャー企業の M&A という事例は少なく、出口戦略としては IPO が主流であるため、権利行使条件に M&A を想定した条項が入っていない場合でも影響が出るケースは少ない。しかしながら、M&A が活発に行われている米国においては、ストックオプションの権利行使条件の中に M&A が発生した場合の条件も織り込まれているケースがあることを考慮すると、我が国における今後の M&A 増加を見据え、ストックオプションの権利行使条件の一つとして M&A に関する条項を入れておくことは有用と考えられる。実際、現時点の実務においても、既に当該条項を盛り込んだ新株予約権割当契約書を利用しているケースが存在した。

M&A 条項を利用すると、発行会社が非上場でもストックオプションの権利行使ができることとなるため、税制適格要件（所得税）の一つである租税特別措置法第29条の2第1項第6号に基づく保管委託要件を満たさない可能性もある[29]が、ストックオプションを全く行使できない状況と比較すれば税制非適格であったとしてもインセンティブプランとしての機能を有すると考えられる。

また、勤務条件についても、税制適格要件を満たすために求められる必要最低限の勤務期間だけを満たすことを求め、それを超えた場合には権利行使時における勤務の有無に関わりなく、実際の勤務期間に応じて権利行使できる新株予約権の個数を変動させることで、勤務期間に応じた労働の対価としてのストックオプション行使を認めている実務も存在している。

このように、ストックオプションの付与を受ける役員、従業員が提供した役務に対応した行使条件を付することによって、インセンティブプランとしての効果を増すことが、ストックオプションの有効な活用に繋がると考えられる。

[29] 租税特別措置法第 29 条の 2 第 1 項第 6 号に基づく保管委託要件では、「対象株式については、ストックオプションを付与した会社と証券会社の間であらかじめ締結される保管の委託に関する取決め（一定の要件が定められているものに限られます。）に従い、ストックオプションの行使後直ちに、付与会社を通じて、当該証券会社の営業所に保管の委託がされる」必要がある。しかしながら。対象会社が非上場会社の場合には、証券会社との間で当該要件満たすようなの株式の保管委託契約を締結できない可能性がある。

【新株予約権割当契約書に記載される権利行使条件例】[30]

第●条（行使可能となる条件等）	
1.	乙は、本新株予約権の内容または本契約の他の規定に基づき許容される限りにおいて、乙が甲の役員または従業員（以下「役務等提供者」と総称します。）としての地位を有することとなった日から、それらのいずれの地位も喪失した日（死亡しまたは就業不能となった場合には当該日）までの期間（以下「参画期間」といいます。）に応じ、以下の個数に限り、本新株予約権を行使することができます。但し、1株未満の端数はこれを切り捨てるものとします。 ⑴参画期間が2年未満の場合　零 ⑵参画期間が2年以上3年未満の場合　割当予約権数の2分の1までの個数 ⑶参画期間が3年以上4年未満の場合　割当予約権数の4分の3までの個数 ⑷参画期間が4年以上の場合　割当予約権数までの個数 なお、乙の参画期間の起算日は、上記「参画期間の起算日」に記載される日とします。
2.	乙は、本新株予約権が前項に従って行使可能となった場合であっても、甲の取締役がその株式を国内または国外の証券取引所に上場することを決議する日（但し、甲が取締役会設置会社に移行した場合、取締役会が決議した日）までは、これを行使しないものとします。但し、新株予約権者の死亡により、法定相続人がこれを行使する場合（新株予約権者の死亡から6ヶ月以内の行使に限ります。）には、この限りではありません。
3.	前二項の定めにかかわらず、甲につき支配権移転事由を生じさせる取引を行うことを甲の取締役が決定した場合（但し、甲が取締役会設置会社に移行した場合、取締役会が決議した場合）には、乙が甲の役務等提供者としての地位を有することとなった日から、当該決定（決議）を行った日までの期間（以下「適用期間」といいます。）

[30] 出所：増島雅和委員提出資料。

	に応じ、以下の個数の本新株予約権を行使できるものとします。但し、1株未満の端数はこれを切り捨てるものとします。 (1) 適用期間が2年以上3年未満までの場合　割当予約権数の4分の3までの個数 (2) 適用期間が3年以上の場合　割当予約権数までの個数
4.	前項において「支配権移転事由」とは、(i) 一または一連の取引による他の事業体による甲の買収（合併、会社分割、株式移転、株式譲渡、その他の手法による組織再編を含むが、株主構成を維持したまま行われる取引を含みません。）であって、甲の当該取引の直前における総株主が、当該取引の直後において、存続会社または買収主体の議決権の過半数を保有していない場合（但し、主として資金調達を目的として甲が株式を発行する場合を除きます。）、または、(ii) 甲の全部もしくは実質的に全部の資産もしくは事業の譲渡をいうものとします。
5.	参画期間が4年未満の場合において、乙が甲の役務等提供者としての地位を喪失したことにより、第1項の規定に従い行使可能とならなかった本新株予約権については、乙がこれを放棄したものとみなします。この場合、甲は当該新株予約権を失効したものとして取扱うことができ、乙はそれ以降当該新株予約権を行使することができません。

別紙　新株予約権の内容（抜粋）	
	新株予約権を行使することができる期間 20●●年●月●日から 20●●年●月●日まで（但し、行使期間の最終日が当社の休業日に当たる場合は、その前営業日まで）

(3) ストックオプションの権利行使条件設定に関する留意事項

非公開会社の新株予約権（ストックオプション）の発行に関して、会社法では募集事項の決定は株主総会の決議によらなければならない[31]としつつも、一定の事項を定めた上で、株主総会決議によって、その決定を取締役又は取締役会に委任することができることとしている[32]。

実務上、新株予約権に付される権利行使条件は発行会社が置かれている状況等に応じて変化することから、上記の取締役又は取締役会への委任規定を利用し、権利行使条件の詳細は取締役会等で決議されているが、新株予約権発行後の行使条件の変更については、下記のように平成 24 年 4 月 24 日に最高裁判所第三小法廷で争われた事例もあり留意が必要である。

【平成 22 年（受）第 1212 号 新株発行無効請求事件 H24.4.24 第三小法廷判決】[33]

事例概要[34]	非公開会社である対象会社は経営陣の意欲や士気の高揚を目的として，ストックオプションを付与することとし，H15.6.24 の株主総会において，新株予約権を発行する旨の特別決議を実施。 当該特別決議の中では、新株予約権の行使条件として以下の 2 項目が決議されている。 （ア）新株予約権の行使時に上告人の取締役であること （イ）その他の行使条件は，取締役会の決議に基づき，上告人と割当てを受ける取締役との間で締結する新株予約権の割当てに係る契約で定めるところによること その後、対象会社は H15.8.11 の取締役会において本件新株予約権の割当をを決議し、上記株主総会決議に基づき，本件新株予約権の行使条件として，上告人の株式が店頭売買有価証券として日本証券業協会に登録された後又は日本国内の証券取引所に上場された後 6 箇月が経過するまで本件新株予約権を行使することができないとの条件を定めた上で、新株予約権の割当てに係る各契約を締結し，本件新株予約権を発行した。

[31] 会社法第 238 条
[32] 会社法第 239 条
[33] 裁判判例情報（HP：http://www.courts.go.jp/ ）
[34] 最高裁判例を基に一部要約して記載

	しかしながら、その後、会社の状況の変化により株式公開することが困難な状況となったため、H18.6.19 の取締役会決議において、本件新株予約権の行使条件としての上場条件を撤廃するなどの決議を行い、当該決議に基づいて各契約の内容を変更、新株予約権を行使している。 このような状況下で、株主総会決議による委任を受けた取締役会が定めた新株予約権の行使条件をその発行後に変更する取締役会決議の効力が争われた事例
裁判要旨	1　取締役会が商法（平成１７年法律第８７号による改正前のもの）２８０条ノ２１第１項に基づく株主総会決議による委任を受けて新株予約権の行使条件を定めた場合において，新株予約権の発行後に上記行使条件を変更することができる旨の明示の委任がないときは，当該新株予約権の発行後に上記行使条件を変更する取締役会決議は，上記行使条件の細目的な変更をするにとどまるものであるときを除き，無効である。 2　非公開会社において株主総会の特別決議を経ないまま株主割当て以外の方法による募集株式の発行がされた場合，当該特別決議を欠く瑕疵は上記株式発行の無効原因になる。 3　非公開会社が株主割当て以外の方法により発行した新株予約権に株主総会によって行使条件が付された場合に，この行使条件が当該新株予約権を発行した趣旨に照らして当該新株予約権の重要な内容を構成しているときは，上記行使条件に反した新株予約権の行使による株式の発行には，無効原因がある。

3. 種類株式の取引コスト

(1) 課題

種類株式（優先株式）に付される権利内容は我が国の会社法上で定められているものや、投資契約や株主間契約で付されるものがあり、設定する権利内容やその権利を行使するための条件等の組み合わせは多岐にわたる。したがって、優先株式を発行するベンチャー企業やその優先株式を取得する投資家においては、その優先株式に係る権利の内容、法的な効果、発行前後の実務上の手続き等について理解や注意を必要とする。

しかしながら、我が国においては、米国の実務とは異なり[35]、優先株式発行に係る契約書の雛形や各種権利の取扱いが公表されていないために、優先株式発行に当たって専門家の関与が必要となる割合が高くなり、普通株式と比較して発行コストが高くなることが多い。

また、優先株式発行後は、組織再編等の種類株主に重要な影響を与える意思決定を行う場合には各種種類株主総会の承認が必要となる等、普通株式のみを発行している場合と比して、発行会社の取引コストも増加する。

(2) 課題解決の方向性

① 種類株式（優先株式）に係る契約書雛形等の公表

ベンチャー企業の種類株式発行コストを抑える手法の１つとして、優先株式に係る契約書の雛形や、各種権利内容や効果、実務上のメリット・デメリット等を記載した取扱説明書を公表することが考えられる。これらの契約書雛形や取扱説明書は、効率性の観点からエコシステム内で一定の目線から作成されたものであることが有用と考えられるため、政府若しくは業界団体等の関係機関を通じて作成・公表されることが望まれる。但し、米国の例からも明らかな通り、投資関連契約は様々な立場や当事者の力関係によって評価や内容が異なりうるものであり、また市況によってもスタンダードが異なりうるものであるため、一定の条件に内容を押し込めようとするのではなく、柔軟性を持ったものとすることが重要であろう。

また、ベンチャー企業の成長ステージに応じて資金調達の手法を変化させることによって、種類株式の発行場面を減らすことも一手段と考えられる。具体的には、ベンチャー企業がシードステージ又はアーリーステージ段階にあるケースでは、次のラウンドで発行される優先株式に転換されるコンバーティブル・セキュリティやコンバーティブル・ノートを活用した資金調達を行うことが

---

[35] 米国の実務では、NVCA(National Venture Capital Association)のHP(http://nvca.org/resources/model-legal-documents/)において種類株式発行に係る Term sheet が公表されている。

考えられる。コンバーティブル・ノートを例にとると、下記のとおりベンチャー企業及び投資家双方にとってメリットのある手法であることから、米国でも一般的に利用されている。また、我が国では、転換社債型新株予約権付社債[36]の発行が会社法で認められている。新株予約権だけでなく、社債の側面も有するため、発行にあっては会社法上の社債に関する規定（会社法第 4 編）が適用されるほか、新株予約権の現物出資に関する規定（会社法第 284 条）等も考慮する必要があるため、会社法に関する十分な知識を有することが求められるが、これを活用することも一手段と考えられる。

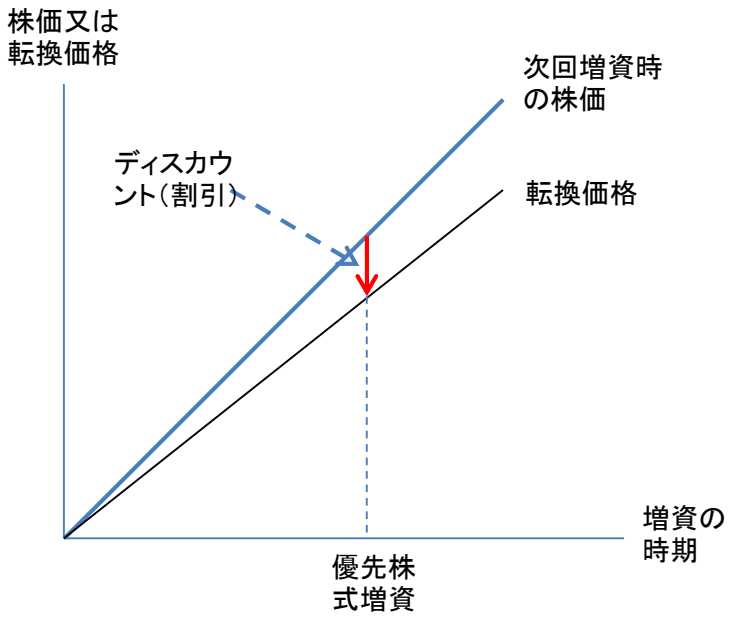
【コンバーティブル・ノート利用のメリット】

	主なメリット
ベンチャー企業	・調達時点でのバリュエーションを決める必要が無いため、時間や手続きのコストを削減できる。 ・コンバーティブル･ノート発行後に、企業価値を高めて優先株による資金調達を実行出来れば、株式に転換されるため返還の必要がなくなる。
投資家	・ベンチャー企業の企業価値の状況によって、優先株式への転換かコンバーティブル・ノート（ベンチャー企業にとっては負債）として保有するかを選択できる。 ・優先株式に転換する際には事前に決めた割引率で有利に株を取得する権利が得られる。

※　転換後に発行される株式や投資関連契約の内容は、基本的に次のラウンドのリードインベスターによって決定される。したがって、コンバーティブル・セキュリティの発行に際しての契約には、転換後の株式の取扱いに関する条項は設けられない。これにより発行関連契約の内容は簡素なものとなり、発行コストが低減される。

[36]新株予約権付社債とは新株予約権を付した社債（会社法第 2 条 22 号）のこと。このうち転換社債型新株予約権社債とは新株予約権の権利行使時に社債を現物出資することが条件となっているもの。

【コンバーティブルノートの優先株式転換時における割引率イメージ】[37]



[37]磯崎哲也「起業のエクイティ・ファイナンス」2014 年 ダイヤモンド社から抜粋加工

② 効果的な拒否権の設計

会社法上、種類株式を発行している会社が種類株主に損害を及ぼすおそれのある一定の行為を実施する場合には、種類株主総会の決議がなければその効力が生じないこととなっており[38]、実質的には、種類株主に一定の拒否権が認められている。しかしながら、例えば、大規模な資金供給を行って一定の株式持分を有し、経営に対する発言について実質的に他の投資家をリードする投資家がいる場合においても、シリーズA～Cの3種類の優先株式を発行しているベンチャー企業が当該規定に準拠しようとすると、会社法のデフォルトルールの下では、M&A時にはシリーズ毎の種類株主総会の決議が必要となる。M&A時の買収対価は、各種類の株式ごとに、残余財産の優先分配権に対応した形で決定される結果、それぞれの種類の株式ごとに損益分岐点が異なることになるが、株式の種類ごとに拒否権が付与されていると、数式全体からは小さな割合しか存在しない特定の種類の株主によって、他のすべての株主にとって経済的に有益なM&Aが実現しないという事態が生じる等、ベンチャー企業の迅速な意思決定が阻害されるおそれがある。

そこで実務上では、経営の機動性を確保等するために、定款において会社法第322条1項に基づく各種類株式毎の種類株主総会の決議事項を同条2項によっていったん排除し[39]、改めて重要性の高い事項について、優先株主を構成員とする種類株総会の決議事項として設計するケースがある。

また、優先株主がガバナンスを効かせる観点から広範な拒否権事項を保持しようとする場合、当該事項についてそのたびごとに種類株主総会を招集することは発行会社のコスト負担が大きく、また、種類株主総会を失念した場合にはその行為が無効となってしまうため、その後に積み重ねられた法律行為の効果に疑義が生じるなど、企業価値に対する悪影響を及ぼすことすらある。特に、経営管理体制が脆弱であり法務コストを費やせないことが一般的であるアーリーステージのベンチャー企業に対して、こうした種類株主総会の管理を適切に行うよう要求することは酷である場合も多い。このような場合には、種類株主総会という厳格なフォーマットによらずに投資家株主の意思確認を求める手段として、定款の拒否権事項を排除した上で、株主間契約に事前承認事項を設けることが行われる。このような実務では、普通株主の保有者である創業者と各ラウンドの投資家（優先株主）との間で一本の株主間契約を締結し、新たなラウンドのファイナンスが発生する都度、新しい投資家をこれに加える形で株主間契約の内容を更新していく設計としている。

---

[38] 会社法第322条1項

[39] この場合でも、会社法第322条3項但書に従い、株式の種類の追加や株式の内容の変更といった定款の変更に係る決議は排除しないこととなる。

以上のような工夫によって、ベンチャー企業の優先株式発行に伴う取引コストの低減、意思決定の迅速化を図ることが可能となることに加え、優先株主にとっても投下した資本に応じて合理的な意思決定を実施することが可能になる。

【会社法第 322 条 1 項適用の排除（但し、一部を除く）に係る定款例】

（種類株主総会）

第●条　　当会社は、すべての種類株式について、会社法第 322 条第 1 項の規定による種類株主総会の決議を要しない。但し、同項第 1 号に規定する定款の変更（単元株式数についてのものを除く。）を行う場合は、この限りでない。

【優先株式全体で資本多数決の原則を採用する場合の定款例】

（種類株主総会）

第●条　　優先株主総会とは、優先株主全員を構成員とする株主総会をいい、開催その他運営の方法は種類株主総会に準じる。

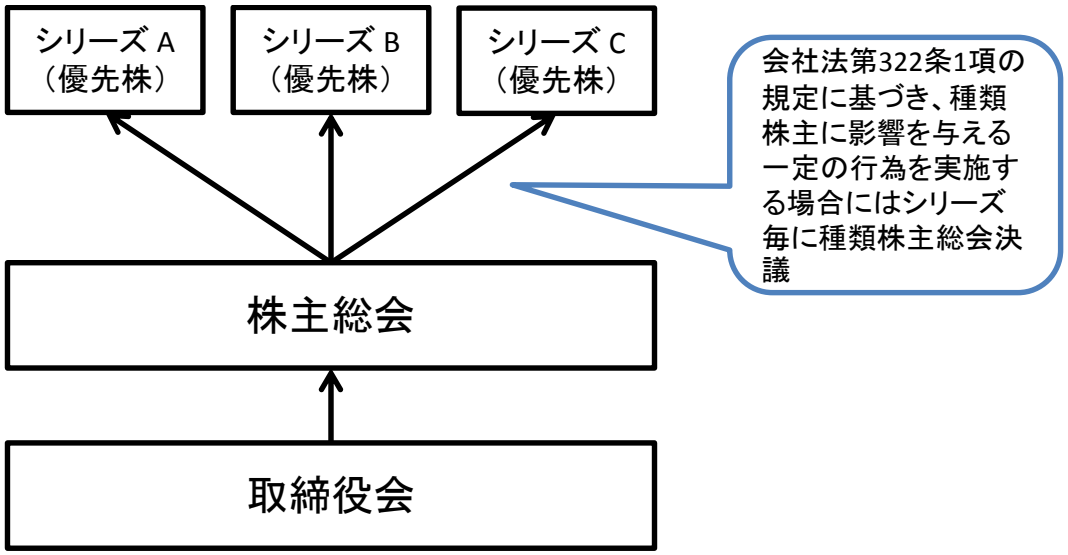
2　以下の事項については、株主総会又は取締役会の決議のほか、優先株主総会の決議があることを要する。

一　＊＊＊＊＊＊＊＊

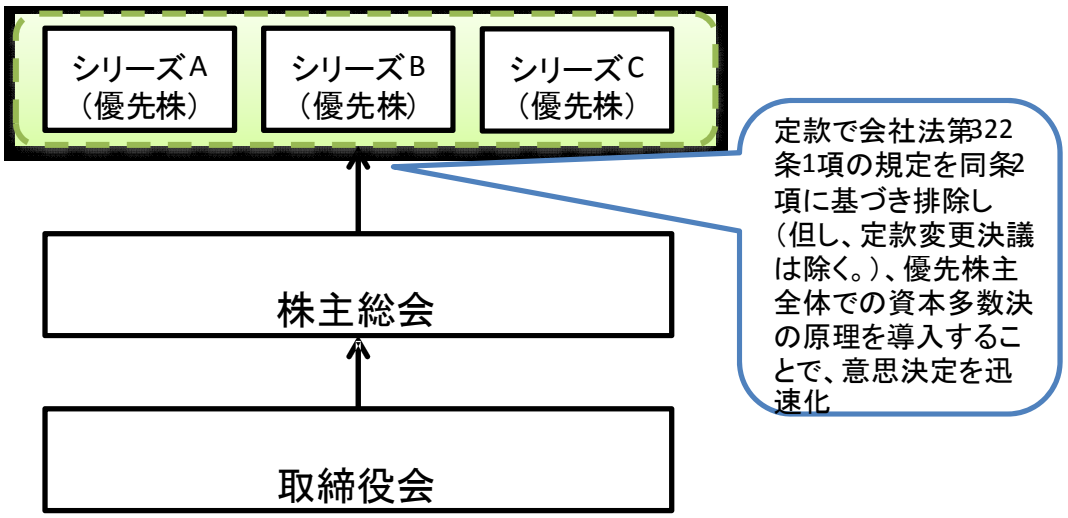
二　＊＊＊＊＊＊＊＊

図表 17　優先株主による拒否権行使のイメージ

【会社法第 322 条 1 項に基づく設計】



【実務上の変更案】



4.　その他留意事項

金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」の平成 25 年 12 月 25 日付報告書[40] によれば、M&A によるエグジット案件が少ないこと等が、ベンチャー・キャピタルが起業家による株式の買い戻しをエグジット戦略の一つとして想定する実務を生む要因の一つとなっているとの指摘が取り上げられている。そして買戻価格は、通常、発行価格か買戻時の時価のうちの高い方の価格が想定されており、同報告書では、買い戻しの実務によって起業家が多大なリスクを背負わされている、との指摘がなされている。

ファンドとしての期間が限定されているベンチャー・キャピタルが、ファンド期間内に株式を処分することができないリスクを起業家に転嫁するかどうかは、基本的には、起業家に多大なリスクを負わせるファイナンスを要求することによって投資機会を逸するおそれがあることとのバランスで、各ベンチャー・キャピタルが決するべきことであるとも考えられるものの、他方で、エコシステムの考え方からすると、このような実務慣行が、成長事業を創出することができなかった起業家の再起や、起業家マーケットへの人材の流入に及ぼす影響を考慮することが必要と考えられる。

起業家に対する買戻しを義務付ける実務慣行は、日本のベンチャー投資実務で長らく残存しているが、他方で貸付けの実務においては、経営者と会社の資産・経理が明確に分離され、適時・適切に財務情報等が提供等されている会社については、経営者の個人保証を求めないとする政策が、採用されるに至っている（中小企業庁「経営者保証ガイドライン 」[41]）。

本来、貸付よりも投資家がリスクをとっているはずのベンチャー投資について、経営者に対する投資リスクの転嫁の実務が残存していることを、今後どのように考えていくべきか、上記の「経営者保証ガイドライン」が実務に広まりつつある現状を踏まえて、改めて検討する必要がある。

40 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1.html
41 http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/keieihosyou/

第３章　ベンチャーファイナンスの普及･進化に向けた今後の課題

これまでの検討結果から、ベンチャーファイナンスの普及･進化に向けた今後の課題として下記のとおり提案する。

1. 各プレイヤーへの積極的な啓発活動

起業の促進、ベンチャー企業の成長等を更に進めていくためには、ベンチャーエコシステムを担うステークホルダーがその期待される役割を十分に発揮できる環境を整備することによって、ベンチャーエコシステムを活性化させ、その厚みを増していく必要がある。しかしながら、現状では実務上の課題や解決の方向性等がエコシステム内で共有されていないために、エコシステムの機能が阻害されている状況がある。

したがって、今後は本調査結果を公表するだけでなく、当研究会委員やその他の実務家等によるパネルディスカッションやセミナー等のイベント、書籍出版等を通して、ベンチャーエコシステムを担うステークホルダーに対し幅広く実務上の課題やベストプラクティス等の普及を図り、その期待される役割を発揮しやすい環境を構築していくことが重要である。

2. 種類株式（優先株式）･ストックオプションの「実務ガイドライン」の公表

我が国においては米国の実務と異なり、種類株式発行にあたっての契約書雛形や権利内容についての説明書類が公表されていないことから、種類株式の発行に伴う取引コストが高くなりがちである。そこで、政府又は業界団体等を通じて一定の目線から作成された契約書雛形や種類株式に付される権利内容等についての取扱いを定めた実務ガイドラインが公表されることによって、種類株式の発行に伴う取引コストを低減し、ベンチャー企業が優先株式やストックオプションを利用しやすい環境を整備することが求められる。

3. 種類株式の価格評価モデルの運用

現状では、日本公認会計士協会が種類株式の評価事例について公表しているものの、当該事例では一定の仮定に基づいた評価が行われているため、これをそのまま実務に適用することは困難である。また、種類株式の評価にあたっては発行会社の実態に合わせて適切な評価手法を選択する必要があることに加え、算定に当たってはいくつかの要素につき合理的な見積を行うことが求められることから、評価モデルの運用に当たっては、当該評価事例と実務をつなぐための方法論を確立する必要がある。

したがって、今後は日本公認会計士協会や投資家、関係する専門家等を巻き込んだ議論の進展と、それを受けての種類株式評価モデル運用のための方法論の確立が望まれる。

4. ベンチャーエコシステム内の必要人材の育成

ベンチャーエコシステムの活性化はそれを担うステークホルダーによってもたらされるが、適切な人材育成が行われない場合には、ステークホルダーの層を厚くすることができず、エコシステムの活性化にも繋がらない。

したがって、ベンチャーエコシステムを担う人材に求めらる要件（例えば、ベンチャーファイナンスの専門性や幅広い経験・人格に基づくコーチング力等）を明確化するとともに、これを伸ばすための勉強会、研究会等の機会や開催のための資金支援策等を準備することによって、CFO 等のマネジメント人材、ベンチャーキャピタリスト、専門家等関連人材を育成していくことが求められる。

（参考）

ベンチャー投資等に係る制度検討会　検討の経過

第１回検討会
日時：平成 26 年 12 月 2 日（火）9 時 30 分～11 時 30 分
議題：種類株等の活用促進策について

第 2 回検討会
日時：平成 26 年 12 月 16 日（火）9 時 00 分～10 時 30 分
議題：M&A によるベンチャー企業の出口戦略の拡大について

第 3 回検討会
日時：平成 27 年 2 月 6 日（金）10 時 00 分～12 時 00 分
議題：検討会報告書（骨子）等について

第４回検討会
日時：平成 27 年 3 月 10 日（火）10 時 30 分～12 時 00 分
議題：検討会報告書について